

Lovlig selvfinansiering

Legal financial assistance

af JULIE LEVIN

Med selskabsloven indførtes en lempelse af det tidligere fuldstændige forbud mod selskabers selvfinansiering af erhvervelse af selskabets kapitalandele. Et sådant initiativ synes for en umiddelbar betragtning at kunne øge selskabernes fleksibilitet og handlefrihed i forbindelse med ændringer i disses ejerstrukturer. Lempelsen af selvfinansieringsforbuddet er imidlertid betinget af opfyldelse af visse i loven nærmere angivne krav. I denne fremstilling foretages en analyse af betingelserne for lovlig selvfinansiering med henblik på at afklare, hvorvidt den nye finansieringsmulighed er anvendelig, og dermed giver selskaberne den med lempelsen tilsigtede fleksibilitet. Der redegøres endvidere for, hvordan selskaberne, i fald de skulle ønske at benytte sig af muligheden for lovlig selvfinansiering, kan gennemføre denne transaktion. På baggrund af analysen af betingelserne er det fremstillingens konklusion, at betingelserne for lovlig selvfinansiering indebærer så store omkostninger og fortolkningsmæssige usikkerheder for selskaberne og tillige vil være så vanskeligt opfyldelige, at lempelsen af selvfinansieringsforbuddet næppe får særlig betydning i praksis.

With the Danish Companies Act a relaxation of the former complete prohibition on companies giving financial assistance for the acquisition of their own shares was introduced. On the face of it this initiative seems to have the potential to increase the flexibility and freedom of action of the companies with regards to changes in ownership. However, the relaxation of the prohibition against financial assistance is conditioned by the fulfillment of certain requirements laid down by the law. This thesis analyses the requirements for legal financial assistance with a view to determining whether the new financing option is usable and thus, gives the companies the intended flexibility. Furthermore, an account of how the companies can carry out a transaction of legal financial assistance will be given. In light of the analysis of the requirements, it is concluded that the requirements for legal financial assistance involves such great costs and interpretational uncertainties for the companies, and furthermore will be particularly difficult to fulfill. Thus, the relaxation of the prohibition against financial assistance will hardly have any particular significance in practice.

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse.....	s. 1
1. Introduktion.....	s. 2
1.1. Problemformulering og emneafgrænsning.....	s. 2
1.2. Selvfinansieringsforbuddet og dets baggrund.....	s. 3
1.3. Baggrunden for lempelse af selvfinansieringsforbuddet.....	s. 5

1.3.1. SLIM-projektet	s. 6
1.3.2. High Level Group	s. 7
1.3.3. Ændring af art. 23, stk. 1	s. 8
1.3.4. Moderniseringsudvalget	s. 9
2. Betingelserne for lovlig selvfinansiering.....	s. 10
2.1. Kreditvurdering af modtagerkredsen	s. 11
2.2. Det centrale ledelsesorgans skriftlige redegørelse.....	s. 13
2.2.1. Offentliggørelse	s. 14
2.2.2. Baggrunden for forslaget om selvfinansiering.....	s. 15
2.2.3. Selskabets interesse i selvfinansieringen.	s. 15
2.2.4. Betingelserne knyttet til selvfinansieringen.....	s. 17
2.2.5. Konsekvenser for selskabets likviditet og solvens.....	s. 17
2.2.6. Kapitalandelens pris.....	s. 18
2.3. Generalforsamlingens godkendelse	s. 19
2.3.1. Habilitet	s. 21
2.3.2. Vedtagelseskrav	s. 21
2.4. Forsvarligt inden for de frie reserver	s. 23
2.4.1. Inden for de frie reserver	s. 23
2.4.2. Forsvarlighedskriteriet.....	s. 25
2.4.3. Tidspunktet for ledelsens vurdering	s. 26
2.5. Sædvanlige markedsvilkår.....	s. 26
2.5.1. Det nærmere indhold af begrebet ”sædvanlige markedsvilkår”s. 27	
2.5.1.1. Skatteretlig vurdering af markedsvilkår.....	s. 28
3. Selvfinansieringens gennemførelse	s. 31
3.1. Selvfinansiering af erhvervelse af kapitalandele eller selvfinansiering af rettet emission.....	s. 31
3.2. Efterfinansiering	s. 36
4. Tidspunktet for iagttagelse af betingelserne.....	s. 37
5. Sammenfatning.....	s. 38
Litteraturliste.....	s. 40

1. Introduktion

1.1 Problemformulering og emneafgrænsning

Med selskabsloven¹ (SL) indførtes en lempelse af det tidligere fuldstændige forbud mod selvfinansiering. Et sådant initiativ synes for en umiddelbar betragtning at kunne øge selskabernes fleksibilitet og handlefrihed i forbindelse med ændringer i disses ejerstrukturer. Lempelsen af selvfinansieringsforbuddet er imidlertid betinget af opfyldelse af visse i loven nærmere angivne krav. Lovlig selvfinansie-

¹ Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber med efterfølgende ændringer.

ring² er kun forholdsvis kort behandlet i nyere selskabsretlige fremstillinger,³ og på trods af, at der er skrevet flere artikler⁴ om emnet, er det dog stadig uklart, hvordan betingelserne skal fortolkes.⁵

Denne fremstilling har til formål at analysere *undtagelsen* for lovlig selvfinansiering med henblik på at afklare, hvorvidt den nye finansieringsmulighed er anvendelig, og dermed giver selskaberne den med lempelsen tilsigtede fleksibilitet. Der redegøres endvidere for, hvordan selskaber, der ønsker at benytte sig af muligheden for lovlig selvfinansiering, kan gennemføre denne transaktion. Der gives en indtroduktion til selvfinansieringsforbuddet og dets baggrund. En dybtgående behandling af *selve forbuddet* vil dog ikke blive foretaget her, idet der foreligger omfangsrig praksis⁶ og litteratur⁷ om emnet. Fremstillingen udarbejdes efter almindelig retsdogmatisk metode med anvendelse af gængse retskilder.⁸

1.2 Selvfinansieringsforbuddet og dets baggrund

Selvfinansiering er et udtryk for, at et selskab på én eller anden måde finansierer, at nogen erhverver selskabets kapitalandele, hvad enten der er tale om en minoritetspost, en majoritetspost eller hele selskabskapitalen.⁹ Indtil vedtagelsen af SL var selvfinansiering omfattet af et absolut forbud i medfør af aktieselskabslovens (ASL) § 115, stk. 2, og i anpartsselskabslovens (APSL) § 49, stk. 2. Forbuddet indførtes i Danmark ved ASL af 1973¹⁰ og blev for aktieselskaber direktivbundet i medfør af 2. selskabsdirektiv (sædvanligvis benævnt kapitaldirektivet¹¹),¹² jf.

² I denne fremstilling anvendes begrebet lovlig selvfinansiering som betegnelse for selvfinansiering ydet lovligt i medfør af SL § 206, stk. 2, og som, hvis ikke omfattet af undtagelsesbestemmelsen, ville være omfattet af forbuddet i SL § 206, stk. 1. Således anvendes begrebet hos Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 293, og Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave/1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 314 ff.

³ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010. Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009. Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave/1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011. Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig (Red.): Den nye selskabslov, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009. Werlauff, Erik: Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2010.

⁴ F.eks. Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184. Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107. Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27. Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69.

⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 293.

⁶ F.eks. blev rækkevidden af selvfinansieringsforbuddet aktuelt i en lang række såkaldte selskabstømmersager, jf. f.eks. Satair-dommen i U1997.364H.

⁷ En nyere behandling af forbuddet findes i Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009. Se endvidere om forbuddets hensigtsmæssighed Wymeersch, Eddy: Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company, i Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt & Hein Kötz: Festschrift für Ulrich Drobnig, 1998, Tübingen, Mohr Siebeck, s. 725-747.

⁸ Jf. Ussing, Henry: Obligationsretten – Almindelig del, 4. udgave. Juristforbundet 1967, s. 2 og Bidrag til moral- og retsfilosofi, U1934B.292.

⁹ Werlauff, Erik: Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2010, s. 273.

¹⁰ Lov nr. 370 af 13. juni 1973. Om baggrunden for forbuddets indførelse se betænkning nr. 362/1964, s. 132, og nr. 540/1969, s. 159. Forbuddets indførelse må ses i lyset af den såkaldte BOSS-affære. Se herom betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen BOSS of Scandinavia, Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009, s. 46 ff., og Christensen, Jan Schans: Contested Takeovers, 2. oplag. GEC Gads Forlag, 1991, s. 247, hvor det anføres at "*the Boss-case (...) has undoubtedly had an impact on the desire by legislature to provide a ban against target-assets based acquisitions.*"

¹¹ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 32.

¹² Direktiv 77/91/EØF (senere ændret ved direktiverne 92/101 og 2006/68).

direktivets art. 23. Oprindeligt stammer forbuddet fra britisk *case law*¹³ og den britiske Companies Act 1948¹⁴, og i mindre grad fra italiensk ret.¹⁵ Forbuddet blev således først en del af EU-retten efter englænderne blev en del af det daværende EØF.

Kapitaldirektivets primære formål er at beskytte selskabets kreditorer og kapitalejere mod tab,¹⁶ hvilket bl.a. kommer til udtryk ved krav om indskud af minimumskapital, samt ved en række betingelser for kapitalforhøjelser hhv. udlodninger af et selskabs midler til kapitalejerne.¹⁷ Indførelsen af det oprindelige selvfinansieringsforbud i direktivet var begrundet i, at en sådan finansiering med selskabets egne midler kunne anvendes til at omgå sådanne andre kapitalbeskyttelsesregler, ligesom forbuddet skulle varetage visse minoritetsinteresser.¹⁸

Den reform på det selskabsretlige område, som SL er udtryk for¹⁹, indebar en opblødning af det fuldstændige forbud mod selvfinansiering, og selvfinansiering kan nu lovligt gennemføres under iagttagelse af visse betingelser, jf. SL § 206, stk. 2. Udgangspunktet er imidlertid, også efter vedtagelsen af SL, et forbud mod selvfinansiering, jf. SL § 206, stk. 1. Efter denne bestemmelse må kapitalsekskaber ikke, hverken direkte eller indirekte, stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab.

På trods af ordlyden i SL § 206, stk. 1, skal der anlægges en bred forståelse af ”erhvervelse”, hvorefter også tegning af kapitalandele og alle former for erhvervelse, herunder tvangsindløsning, omfattes af forbuddet.²⁰ Yderligere finder selvfinansieringsforbuddet anvendelse både før og efter erhvervelsen, uanset om de pågældende kapitalandele udgør en minoritetspost, en majoritetspost eller samtlige kapitalandele i selskabet.²¹ Ved stillingtagen til, om en disposition er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, må der foretages en meget konkret vurdering, hvor dispositionens formål er afgørende.²² Dette bekræftes af domspraksis i relation til

¹³ Selvfinansieringsforbuddet ses allerede i *Trevor v Whitworth* (1887) 12 App Case 409 (HL).

¹⁴ Grundlaget til Companies Act 1948 lagdes allerede i 1926 med den britiske Report of Company Law Amendment Committee fra 1926 (1926 Cmd No. 2657 (UK Parliamentary Papers) s. 14), som måske er det første tilløb til regler om selvfinansiering i Europa, jf. Christensen, Jan Schans: *Kapitalsekskaber - Aktie- og anpartsselskabsret*, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 416. Selvfinansieringsforbuddet indførtes i England for at forebygge ”*morally objectionable schemes whereby a company's shares are purchased using its own assets*,” jf. B.G. Pettet, *Developments in the Law of Financial Assistance for the Purchase of Shares*, [1988] 3 JBIL, s. 101. Særligt fandt man, at det var ”*abusive to finance a takeover by bridging a loan and immediately repay it by raiding the coffers of the cash-rich company which is taken over*,” jf. Davies, Paul L.: *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7. udgave. Sweet & Maxwell, 2003, s. 260, note 39.

¹⁵ Wymeersch, Eddy: Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company, i Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt & Hein Kötz: *Festschrift für Ulrich Drobnig*, 1998, Tübingen, Mohr Siebeck, s. 725-747, s. 730.

¹⁶ Andersen, Paul Krüger: *Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalsekskaber*, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 32.

¹⁷ Kure, Henrik: *Lovlig selvfinansiering*, U.2011B.293. s. 294.

¹⁸ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 206, note 1. Se endvidere Wymeersch, Eddy: Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company, i Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt & Hein Kötz: *Festschrift für Ulrich Drobnig*, 1998, Tübingen, Mohr Siebeck, s. 725-747, s. 746, som efter nærmere undersøgelse af reglens underliggende formål konkluderer, at ”*the rule's rationale is far from clear*.”

¹⁹ Christensen, Jan Schans: *Kapitalsekskaber - Aktie- og anpartsselskabsret*, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 47.

²⁰ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 206, note 2.

²¹ Kure, Henrik: *Lovlig selvfinansiering*, U.2011B.293. s.293.

²² De specielle bemærkninger til § 206 i lov nr. 470/2009 (som fremsat).

selvfinansieringsreglerne og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens administrative praksis.²³

Selvfinansieringsforbuddets hovedområde er situationer, hvor et selskab stiller midler til rådighed for en tredjemand til erhvervelse af kapitalandele i selskabet i form af fremmedkapital, f.eks. gennem lån til erhververen, sikkerhedsstillelse for et af ham andetsteds optaget lån, forskud til ham på forventet udbytte eller på vederlag mv. fra selskabet.²⁴ Forbuddet har til formål at forhindre, at et selskab deltager i finansieringen af sin egen overtagelse på bekostning af selskabets interesser, herunder selskabskreditorerne.²⁵

1.3 Baggrunden for lempelse af selvfinansieringsforbuddet

Kapitaldirektivet, herunder selvfinansieringsforbuddet, har været genstand for omfattende kritik.²⁶ I international sammenhæng findes kritik bl.a. hos Ferran, som anfører, at selvfinansieringsforbuddet er et notorisk problem i selskabsretten, som er blevet overhalet af udviklingen, og at forbuddet ikke alene er overflødig i moderne sammenhæng, men også direkte skadeligt, idet det potentielt afskærer legitime, økonomisk ønskværdige transaktioner.²⁷ På linje hermed anfører Lowry, at forbuddet ulovliggør kommercielle dispositioner, som ellers ville være harmløse og indbringende for selskaberne. Han pointerer videre, at selv hvis selvfinansiering skulle underminere kreditorernes interesser ved at reducere selskabets kapital, gør denne risiko sig gældende ved enhver uhensigtsmæssig håndtering af selskabets midler.²⁸

I dansk sammenhæng har kritikken navnlig rettet sig mod de fortolkningsvanskeligheder, som implementeringen af forbuddet har medført²⁹, og at det danske forbud går videre end påkrævet af EU. Det er således blevet anført, at den danske affattelse af kapitaldirektivets art. 23, stk. 1 ikke har en tilstrækkelig præcis formulering i forhold til det tilsigtede meningsindhold, idet den danske affattelse fremstår med et ganske anderledes og upræcist meningsindhold i forhold til direktivets affattelse på andre sprog.³⁰ Baggrunden for denne kritik er, at den i den danske direktivtekst anvendte formulering ”stille midler til rådighed” på flere andre sprog er formuleret som ”yde forskud”.³¹ Den danske affattelse synes på

²³ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 280.

²⁴ Werlauff, Erik: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, U.2006B.365, s. 366.

²⁵ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1022.

²⁶ Om kapitalregimet se f.eks. Armour, John: Legal Capital: An Outdated Concept? European Business Organization Law Review 7, 2006 s. 5-27, som foretager en analyse af kapitalregimets berettigelse i moderne sammenhæng, og på s. 27 konkluderer, at ”legal capital rules are a form of primitive regulatory technology which, as a matter of theory, is likely to generate more costs than benefits.”

²⁷ Ferran, Eilis: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. European Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 93-99, s. 93f.

²⁸ Lowry, John: The Prohibition against Financial Assistance: Constructing a Rational Response, i Prentice, Dan & Reisberg, Arad (red.): Corporate Finance Law in the UK and EU, 1, udgave. Oxford University Press, 2011, s. 3-25, s. 5 og 25. Se herudover Pettet, Ben: Company Law, second edition. Pearson Education Limited, 2005, som på s. 294 anfører at selvfinansieringsforbuddet ”is an area (...) which has a long history of failure (...) in the sense of not preventing the abuses it was designed to prevent, and (...) in the sense of smashing up transactions which have been carried out for bona fide commercial reasons.”

²⁹ Se f.eks. Madsen, Jacob Høeg: Selvfinansieringsforbuddets territoriale udstrækning, NTS2006.3.78, hvori fortolkningsvanskeligheder, vedrørende hvorvidt et udenlandsk datterselskab af et dansk moderselskab direkte eller indirekte er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, adresseres.

³⁰ Serup, Michael: Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet. U1996B.72, s. 76 f.

³¹ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 206, note 1. F.eks. anvendes i den engelske version udtrykket ”advance funds.” Serup anfører i forlængelse heraf, at

dette punkt således at være mere vidtgående end de øvrige sprogudgaver.³² Ordlyden af den danske version af direktivbestemmelsen videreførtes i ASL § 115, stk. 2. Hvorvidt den danske lovgiver tilsigtede at gå videre end kapitaldirektivet foreskriver, er der derfor ikke klart grundlag for at hævde.³³ SL § 206, stk. 1, er identisk med den tidligere regel i ASL §115, stk 2, og usikkerheden om fortolkningen af selvfinansieringsforbuddets rækkevidde vil således fortsat eksistere og have praktisk betydning, såfremt undtagelsesbestemmelsen ikke opfyldes.³⁴

1.3.1 SLIM-projektet

På aktieselskabsområdet har EU ofte haft det vanskeligt med at gennemføre forenklinger. Der er imidlertid en stigende erkendelse af, at EU-harmonisering i detaljer ikke er vejen frem.³⁵ På baggrund af stigende politisk enighed i EU om, at der skulle ske en lovforenkling, satte EU-Kommissionen i 1996 således et flerårigt projekt i værk med det formål at strømline den vigtigste lovgivning vedrørende det indre marked.³⁶ Dette projekt blev kaldt SLIM: Simpler Legislation for the Internal Market. Baggrunden var, at man ønskede en harmonisering af den økonomiske aktivitet inden for EU samtidig med, at de vigtigste elementer i allerede gældende ret bibeholdtes.³⁷ Der var tale om en ”*deregulation exercise*”³⁸, og projektet tog således sigte på at fremlægge konkrete forslag til, hvordan 1. og 2. selskabsretlige direktiv³⁹ kunne forenkles med henblik på at styrke det indre marked.⁴⁰ Således står der i SLIM-gruppens rapport at: ”*It is important to note that the purpose of SLIM is not to further harmonise, but to slim regulation.*”⁴¹ Kommissionen påpegede i den forbindelse, at komplicerede regler indebar store

disse andre sproglige versioner derfor ”slet ikke (er) sammenfaldende med det danske udtryk ”stille til rådighed”!”, jf. Serup, Michael: Grænserne for (u)lovlige anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet. U1996B.72, s. 77.

³² Hansen, Søren Friis & Sørensen, Karsten Engsig: Reform af selvfinansieringsforbuddet – i lyset af de danske erfaringer med selskabstømning, NTS2002.2.352, s. 357. På s. 373 anføres det konkluderende, at problemet med art. 23 måske ikke kun er bestemmelsens rækkevidde, men i lige så høj grad det forhold, at dens rækkevidde på en række punkter er uklar. I overensstemmelse hermed Braad, Anders og Nielsen, Claus: Selvfinansieringsforbudet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, NTS 2001.4.455, hvor det konkluderes, at rækkevidden af forbuddet mod at ”stille midler til rådighed” er uklar. Schans finder, at den danske ordlyd er ”klart bredere og dermed mere vidtgående” end den engelske direktivtekst, jf. Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 420.

³³ Jensen, Kjellegaard Nils: Selskabsretlig håndbog – u-/lovlige kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, 1. oplag. Nyt Juridisk Forlag 2010, s. 198. Se f.eks. U1999.1429V, hvor der anlagdes en indskrænkende fortolkning, hvorefter den danske bestemmelse i ASL skulle læses i overensstemmelse med direktivets art. 23. Giertsen anfører i overensstemmelse hermed, at ”(...)kapitaldirektivet art. 23 nr. 1 retter sig mod forskudd, lån og sikkerhedsstillelse. Den danske versionen, ”stille midler til rådighed”, kan ikke legges til grunn,” jf. Giertsen, Johan: Selskabsfinansierede aksejerverv. Universitetsforlaget, 1996, s. 58. I U2000.2003H, som angik forbuddet i den dagældende APSL § 84, stk. 2 (svarende til den senere APSL § 49, stk. 2), fortolkede Højesteret imidlertid forbuddet i overensstemmelse med lovforarbejderne, således at bestemmelsens forbud omfattede ”enhver finansiering.”

³⁴ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 280.

³⁵ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 77.

³⁶ Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet af 8. maj 1996 om enklere lovgivning for det indre marked: et pilotprojekt (SLIM-projektet) (KOM (1996) 204 endelig), s. 2.

³⁷ Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet af 8. maj 1996 om enklere lovgivning for det indre marked: et pilotprojekt (SLIM-projektet) (KOM (1996) 204 endelig), s. 2.

³⁸ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives (September 1999), s. 7.

³⁹ Direktiv 68/151/EØF hhv. Direktiv 77/91/EØF.

⁴⁰ Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009, s. 180.

⁴¹ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives (September 1999), s. 7.

omkostninger økonomisk set og bragte erhvervslivets konkurrenceevne og dets beskæftigelsesskabende potentiel i fare og yderligere, at divergerende nationale regler og EU-foranstaltninger kunne forkludre det indre markedes funktion.⁴²

SLIM-gruppen udsendte i september 1999 sin rapport,⁴³ hvor den fremsatte henstillinger om de områder, hvor der var mulighed for forenkling. Blandt de væsentligste henstillinger vedrørende kapitaldirektivet blev der bl.a. lagt vægt på behovet for at øge mulighederne for, at virksomheder yder finansiel bistand, når tredjemand erhverver deres aktier.⁴⁴ Det anbefalede således at reducere forbuddet mod selvfinansiering til et minimum.⁴⁵ Til opnåelse af dette formål angav SLIM-gruppen to mulige ruter, der kunne følges. Den ene muligvej var at begrænse selvfinansieringsforbuddet, således at selvfinansiering lovligt kunne foretages inden for grænserne af de frie reserver. Den anden mulighed var at begrænse forbuddet til økonomisk bistand i forbindelse med tegning af nye kapitalandele. Kommissionen støttede de overordnede målsætninger indeholdt i SLIM-gruppens væsentligste henstillinger i forbindelse med kapitaldirektivet, herunder også anbefalingerne vedrørende selvfinansiering.⁴⁶

1.3.2 High Level Group

High Level Group of Company Law Experts⁴⁷ blev i 2001 nedsat af EU-Kommissionen med bl.a. det formål, at: ”*provide recommendations for a modern regulatory European company law framework designed to be sufficiently flexible and up-to-date to meet companies’ needs.*”⁴⁸ Gruppens arbejde udmundede i en rapport (ofte benævnt Winter-rapporten efter gruppens formand Jaap Winter⁴⁹),⁵⁰ hvori bl.a. selvfinansieringsforbuddet er behandlet.⁵¹ Et væsentligt synspunkt bag gruppens arbejde var, som udtrykt af gruppens formand, at det var på tide med en fundamental revision af selskabsretten i EU, og at den EU-retlige selskabsret ikke har fulgt med udviklingen.⁵² HLG anbefalede en lempelse af selvfinansieringsforbuddet med udgangspunkt i SLIMs førstnævnte model, hvorefter selvfinansiering begrænses til selskabets frie reserver, da en sådan tilgang ville være i overensstemmelse med tilgangen til selskabets erhvervelse af egne aktier. Kunne selvfinansiering kun ske inden for de frie reserver, burde dette sikre fuld dækning for risikoen forbundet med selvfinansiering.⁵³ Disse reserver er under alle om-

⁴² Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet af 8. maj 1996 om enklere lovgivning for det indre marked: et pilotprojekt (SLIM-projektet) (KOM (1996) 204 endelig), s. 2.

⁴³ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives (September 1999).

⁴⁴ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the Simplification of the First and Second Company Law Directives (September 1999), s. 5 og 14.

⁴⁵ Rapportens Proposal 5

⁴⁶ Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet – om resultaterne af fjerde fase af SLIM af 4. februar 2000 (KOM(2000)56).

⁴⁷ Herefter blot HLG

⁴⁸ Commission creates High Level Group of Experts, pressemeddelelse fra EU, 4. September 2001.

⁴⁹ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 38.

⁵⁰ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Kommissionen, november 2002.

⁵¹ Jf. Rapportens s. 85.

⁵² Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Kommissionen, november 2002, Letter from the Chairman, s. 1 f.

⁵³ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Brussels, European Commission, November 2002, s. 85.

stændigheder ikke ”sikre” for kreditorerne, men kan udbetales til kapitalejerne som udbytte.⁵⁴

Som opfølgning på HLGs rapport, offentliggjorde EU-Kommissionen sin handlingsplan om modernisering af selskabsretten og styrkelse af corporate governance,⁵⁵ hvori HLGs rapport er indarbejdet.⁵⁶ Forslagende, fremsat af HLG om ændring af kapitaldirektivet, blev i det væsentlige accepteret af Kommissionen i handlingsplanen⁵⁷ og fulgt op af Kommissionens forslag til ændring af kapitaldirektivet.⁵⁸

1.3.3 Ændring af art. 23, stk. 1

Under henvisning til udviklingen i de finansielle behov i forbindelse med erhvervslivets strukturløsning kan der forekomme situationer, hvor det kan være i et selskabs interesse at selvfinansiere en erhvervelse af selskabets kapitalandele under forudsætning af at en sådan transaktion er økonomisk fuldt forsvarlig, og at selskabets ejerkreds bakker op om beslutningen.⁵⁹ Dette anerkendtes af EU-Kommissionen, som dog samtidig understregede, at den fandt det yderst vigtigt, at beskyttelsen af minoritetskapitalejere og kreditorer fastholdes, idet denne beskyttelse er selve kernen for 2. selskabsdirektiv.⁶⁰ Det var endvidere Kommissionens opfattelse, at den EU-retlige selskabsret led under unødvendigt tunge procedurer i forbindelse med kapitaldannelse og –ændringer, hvilket begrænsede selskabernes fleksibilitet og pålagde dem for høje omkostninger.⁶¹ På denne baggrund blev selvfinansieringsforbuddet, i overensstemmelse med anbefalingerne fra SLIM og HLG, lempet ved ændring af kapitaldirektivets art. 23, stk. 1.⁶² SLIMs førstnævnte model er følgende udgangspunktet for den vedtagne ændring af selvfinansieringsreglerne i art. 23.

Hermed har medlemsstaterne nu mulighed for at tillade selvfinansiering under forudsætning af, at nærmere angivne betingelser er opfyldt. Hensigten hermed er at skabe øget fleksibilitet med hensyn til ændringer i selskabers ejerstrukturer.⁶³ Overordnet sigtes med fornyelsen af kapitaldirektivet til en øget effektivitet og

⁵⁴ Christensen, Jan Schans: *Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret*, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 416.

⁵⁵ Jf. EU-Kommissionens meddelelse til Rådet og Europa-Parlamentet af 21. maj 2003 om modernisering af selskabsretten og forbedret virksomhedsledelse i EU – vejen frem (KOM (2003) 284 endelig).

⁵⁶ Andersen, Paul Krüger: *Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber*, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 38.

⁵⁷ Andersen, Paul Krüger & Sørensen, Karsten Engsig: *Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime?* NTS 2005:3 side 61-74, s. 62.

⁵⁸ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM/2004/0730 endelig udg.

⁵⁹ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 206, stk. 1.

⁶⁰ Commission Working Document, Detailed explanation (by article) of Proposal COM (2004) 730 final of 29 October 2004 for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC, as regards the formation and public limited liability companies and the maintenance of their capital, Paragraph 4.

⁶¹ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM/2004/0730 endelig udg., bilag 1.

⁶² Jf. Direktiv 2006/68/EF.

⁶³ Jf. præambelens 5. punkt i Direktiv 2006/68/EF.

konkurrenceevne i erhvervslivet, uden at den beskyttelse, som gives til kapitalejere og kreditorer, svækkes.⁶⁴

1.3.4 Moderniseringsudvalget

Med ønsket om, at Danmark skulle blive et af verdens mest konkurrencedygtige samfund,⁶⁵ nedsattes i oktober 2006 af Økonomi- og Erhvervsministeren ”Udvalget til modernisering af selskabsretten”⁶⁶ med henblik på at undersøge den gældende selskabslovgivning og at fremkomme med forslag til, hvordan denne lovgivning kunne moderniseres.⁶⁷ Moderniseringsudvalget fandt, under henvisning til at det hidtidige forbud havde været for ufleksibelt bl.a. i relation til finansieringen af virksomhedsopkøb, at en lempelse af selvfinansieringsforbuddet, som muliggjort ved den ændrede art. 23, stk. 1, ville være til gavn for dansk erhvervsliv.⁶⁸ En væsentlig tilgang til udvalgsarbejdet var, at hvis ikke der forelå særlige modhensyn, var udgangspunktet, at det skulle tilkomme ejerne af selskabet at indrette selskabet, som de fandt bedst.⁶⁹ Lovgiver valgte med vedtagelsen af SL § 206, stk. 2, at følge Moderniseringsudvalgets forslag.

Kapitaldirektivet regulerer alene aktieselskabers forhold, jf. direktivets art. 1. Når det danske selvfinansieringsforbud også omfatter anpartsselskaber, er dette udtryk for en overimplementering af det bagvedliggende EU-direktiv – såkaldt ”gold-plating”.⁷⁰ Virkningen af gold-plating er, at danske selskaber pålægges flere eller større begrænsninger end selskaber i andre EU-lande.⁷¹ Moderniseringsudvalget vurderede, at overimplementering ikke burde ske, medmindre tungtvejende hensyn talte herfor.⁷² Udvalget fandt imidlertid, at anpartsselskaber skulle underlægges den samme regulering vedrørende selvfinansiering som aktieselskaber, og at der med reglerne om selvfinansiering opnåedes en hensigtsmæssig balance mellem på den ene side øget fleksibilitet for selskaberne og aktionærerne, og på den anden side sikring af kreditorerne og eventuelle minoritetsaktionærers interesser.⁷³ I forhold til at gennemføre en videregående liberalisering af selvfinansieringsreglerne for anpartsselskaber, vejede ønsket om en så vidtgående parallelitet mellem aktie- og anpartsselskaber som muligt således tungt.⁷⁴

⁶⁴ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM/2004/0730 endelig udg., punkt 1.1.

⁶⁵ Frydenberg, Thomas: Selskabsreformen. Juristen, nr. 9 2009, s. 259–262, s. 259.

⁶⁶ Herefter blot Moderniseringsudvalget.

⁶⁷ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 15.

⁶⁸ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 518 og 1022.

⁶⁹ Christensen, Jan Schans: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber) – et overblik over Betænkning 1498/2008 om Modernisering af Selskabsretten. R&R nr. 1 2009, s. 22-38, s. 23 f.

⁷⁰ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 294.

⁷¹ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 415.

⁷² Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 518.

⁷³ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 519.

⁷⁴ Werlauff, Erik: Selskabers kapital – konsekvenser af selskabsreformen 2009/10, UFR 2009B. S. 143ff., s. 143.

2. Betingelserne for lovlig selvfinansiering

Undtagelsen til selvfinansieringsforbuddet er indeholdt i SL § 206, stk. 2.⁷⁵ Herefter kan et selskab, under visse i SL § 206, stk. 3, og §§ 207-209 nærmere angivne betingelser, yde lovlig selvfinansiering. Der stilles krav om, (1) at der skal foretages en kreditvurdering af modtagerkredsen, (2) at selskabets centrale ledelsesorgan skal udarbejde en skriftlig redegørelse om sagen til kapitalejerne, (3) at generalforsamlingen skal godkende selvfinansieringen på grundlag af redegørelsen, (4) at redegørelsen skal offentliggøres, (5) at den samlede økonomiske bi-stand ikke må overstige, hvad der er forsvarligt og yderligere kun må bestå af frie midler, der kan udloddes som udbytte, samt endeligt, (6) at selvfinansieringen skal ske på sædvanlige markedsvilkår.

Ønsker et selskab at selvfinansiere tredjemands erhvervelse af selskabets kapitalandele, og gennemfører selskabet den foreskrevne proces, er finansieringen lovlig. Der er således tale om et eksempel på såkaldte *safe harbour regler*.⁷⁶ Såfremt blot en enkelt betingelse ikke er opfyldt, er dispositionen imidlertid omfattet af forbuddet mod selvfinansiering, og dermed ulovlig, jf. SL § 206, stk. 1.⁷⁷

Som en samlet betegnelse for de ovennævnte betingelser introducerer Kure begrebet *whitewash-proceduren*.⁷⁸ Begrebet stammer fra den engelske Companies Act 1985, som indførte mulighed for, at anpartsselskaber kunne gennemføre lovlig selvfinansiering under iagttagelse af visse betingelser: den såkaldte *whitewash-procedure*. Den engelske *whitewash-procedure* ligner mulighederne og tankegangen bag ændringsdirektivet.⁷⁹ Således er begrebet rammende for selvfinansieringsproceduren, som fastlagt i SL, og vil blive anvendt sådan i det følgende.

Den selskabsretlige teori, der ligger til grund for kapitaldirektivet, sammenfattes som *kapitalbeskyttelse* eller på engelsk *the legal capital regime/capital maintenance* og har til formål at sikre, at den tegnede kapital bliver effektivt indbetalt og ikke tilbagebetales til kapitalejerne uden iagttagelse af særlige garantier for kreditorerne og (minoritets)kapitalejerne.⁸⁰ Betingelserne for lovlig selvfinansiering er i overensstemmelse hermed indført for at beskytte selskabets kapital, herunder kapitalejerne og selskabskreditorerne.⁸¹ Reglerne har således karakter af præceptive værnsregler,⁸² og det er derfor ikke muligt for de involverede parter at give afkald på opfyldelse af én eller flere af betingelserne.

Det fremgår direkte af art. 23, stk. 1 i ændringsdirektivet, at lovlig selvfinansiering finder sted på ledelsens ansvar. Medfører finansieringen, at selskabet lider

⁷⁵ Undtagelsen trådte i kraft med virkning fra den 1. marts 2011, jf. bekendtgørelse 135/2011 som ændret ved bekendtgørelse nr. 142/2011.

⁷⁶ Andersen, Paul Krüger: *Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber*, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 280.

⁷⁷ Christensen, Jan Schans: *Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret*, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 419.

⁷⁸ Kure, Henrik: *Lovlig selvfinansiering*, U.2011B.293. s. 293.

⁷⁹ Skjerbek, Søren: *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten* 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009. s. 217.

⁸⁰ Andersen, Paul Krüger & Sørensen, Karsten Engsig: *Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime?* NTS 2005:3 side 61-74, s. 61.

⁸¹ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: *Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber*, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 49.

⁸² Kure, Henrik: *Lovlig selvfinansiering*, U.2011B.293. s. 295.

tab, er det således selskabets ledelse, der ifalder ansvar for at have ydet lånet, uanset om lånet er ydet i en majoritetsejers interesse, og uanset at transaktionen er blevet godkendt på generalforsamlingen, hvilket ikke friholder selskabets ledelse for ansvar i forhold til minoritetsejerne.⁸³ Et erstatningsansvar forudsætter naturligvis, at de almindelige erstatningsbetingelser er opfyldt. Det bemærkes, at ledelsesansvaret er et culpaansvar, ikke et objektivi ansvar eller en egentlig hæftelse eller indeståelse.⁸⁴ Det følger heraf, at det er ledelsens ansvar, at betingelserne for ydelse af lovlig selvfinansiering er opfyldt. Som det af det følgende vil fremgå, indebærer betingelserne for lovlig selvfinansiering væsentlige fortolkningsstvivl. Herefter bærer ledelsen i et vist omfang risikoen for reglernes fortolking.⁸⁵

2.1 Kreditvurdering af modtagerkredsen

Det påhviler det centrale ledelsesorgan at sikre sig, at der foretages en individuel kreditvurdering af den kreds af personer, fysiske som juridiske, der skal modtage den økonomiske bistand, jf. SL § 206, stk. 3. Selskabets centrale ledelse er direktionen eller bestyrelsen afhængig af den valgte ledelsesstruktur i selskabet, jf. SL § 5, nr. 4, (i praksis oftest en bestyrelse⁸⁶). Ved vurderingen af, hvem modtagerkredsen er, lægges vægt på hvilken type transaktion, der ønskes gennemført. Består den økonomiske bistand således i et lån, er det køber, der skal vurderes, hvorimod køber såvel som financier (typisk en bank)⁸⁷ skal vurderes, såfremt den økonomiske bistand ydes i form af sikkerheds- eller garantistillelse.⁸⁸

Om baggrunden for kravet om kreditvurdering fremgår det af forarbejderne, at kreditvurderingen skal bidrage til at afdække, om en eventuel økonomisk bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag set ud fra selskabets generelle interesser såvel som dets samlede forpligtelser.⁸⁹ Ledelsen må på eget ansvar⁹⁰ vurdere hvilke oplysninger, der er nødvendige for at træffe beslutningen, og det er ikke et krav, at ledelsen søger eksternt rådgivning fra f.eks. en revisor eller en advokat.⁹¹ Det centrale ledelsesorgan må således selv vurdere behovet herfor i den enkelte situation.⁹² Efter en ordlydsfortolkning er det således i princippet tilstrækkeligt til opfyldelse af SL § 206, stk. 3, at ledelsen blot sørger for, at en kreditvurdering opnås på den ene eller anden måde.⁹³ Det vil dog ofte være nærliggende at søge eksternt rådgivning i situationer, hvor det kan være vanskeligt at afgøre, om en

⁸³ Andersen, Paul Krüger & Sørensen, Karsten Engsig: Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? NTS 2005:3 side 61-74, s. 65.

⁸⁴ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb-muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjøellerup 2010, s. 50.

⁸⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 301.

⁸⁶ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjøellerup 2010, s. 34.

⁸⁷ Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomheds-overdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 26.

⁸⁸ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: SL med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 206, note 6.

⁸⁹ De specielle bemærkninger til § 206 i lov nr. 470/2009 (som fremsat), og Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten s. 1023.

⁹⁰ Jensen, Kjellegaard Nils: Selskabsretlig håndbog – u-/lovligt kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, 1. oplag. Nyt Juridisk Forlag 2010, s. 223.

⁹¹ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 206, stk. 3.

⁹² Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 418.

⁹³ Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107, s. 101.

potentielt modtager af økonomisk støtte besidder den fornødne økonomiske soliditet og finansielle styrke.⁹⁴ Det kan yderligere tænkes at være gavnligt for ledelsen som forsvar mod et eventuelt efterfølgende erstatningsansvar. Således fremhæver også Svensson & Krarup den bevismæssige betydning af kreditvurderingens uvildighed i en retstvist og nævner som eksempel en situation, hvor et selskabs egen økonomiafdeling foretager kreditvurderingen. På trods af at kreditvurderingen sagtens kan være materielt rigtig, vil den bevismæssige styrke af kreditvurderingen, i tilfælde af en tvist, svækkes af parternes sammenfaldende interesser.⁹⁵

Forarbejderne præsenterer en yderligere begrænsning, idet de angiver, at den økonomiske bistand kun bør ydes, hvis det forventes, at også en professionel långiver vil være villig til det samme.⁹⁶ Hvordan det centrale ledelsesorgan givetvis skal kunne dokumentere en sådan forventning vides ikke, men det er særdeles vigtigt for ledelsen at overveje, idet ledelsen også i denne sammenhæng er underlagt personligt ansvar, jf. SL § 361.⁹⁷ Praksis har endnu ikke afklaret, hvad dette krav nærmere dækker over; men der kan næppe stilles krav om, at der skal foreligge et konkret tilsagn fra en bank om at ville yde køberen af selskabets kapitalandele et lån til den specifikke disposition, og ej heller at de aftalte vilkår faktisk kan opnås i markedet.⁹⁸ I så fald ville undtagelsen for lovlig selvfinansiering overflødiggøres, idet bistanden gøres afhængig af eventuelle banklån.⁹⁹ Det betyder endvidere næppe, at selskabets ledelse skal foretage en hypotetisk vurdering, da dette ville være uhensigtsmæssigt, idet en sådan vurdering forudsætter væsentligt indblik i bankernes udlånspolitik.¹⁰⁰

Om den nærmere udarbejdelse af kreditvurderingen er forarbejderne tavse. Det er ikke entydigt, hvad begrebet ”kreditværdighed” indbefatter, og forskellige långivere kan nå til vidt forskellige resultater, hvad angår en låntagers kreditværdighed, idet vurderingen heraf beror på långivers risikovillighed.¹⁰¹ En mulighed er at tage udgangspunkt i selvfinansieringens form og hvilken risiko, kreditvurderingen følgelig skal tjene til at afdække. Ydes den økonomiske bistand i form af et lån fra selskabet, har kreditvurderingen direkte betydning for sandsynligheden af, at selskabet får lånet tilbagebetalt, og kreditvurderingen må således tage udgangspunkt i risikoen for, at lånet ikke tilbagebetales (rettidigt).¹⁰² Når selvfinansieringen ydes i form af kaution eller sikkerhedsstillelse, har kreditvurderingen indirekte betydning i form af risikoen for, at den eller de banker, som kautionserklæringen er afgivet eller sikkerheden stillet over for, vil få brug for at realisere kautionen hhv. sikkerheden. I denne situation må kreditvurderingen derfor fore-

⁹⁴ Christensen, Jan Schans: *Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret*, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 418.

⁹⁵ Svensson, John & Krarup, Mathias: *Nye regler om selvfinansiering*. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107, s. 101.

⁹⁶ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten s. 1024, og de specielle bemærkninger til § 206 i lov nr. 470/2009 (som fremsat).

⁹⁷ Barnekow, Frederik von: *Lovlig selvfinansiering*. R&R nr. 7 2009, s. 62-69. s. 66.

⁹⁸ Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: *Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomheds-overdragelser*. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 26.

⁹⁹ Barnekow, Frederik von: *Lovlig selvfinansiering*. R&R nr. 7 2009, s. 62-69. s. 66.

¹⁰⁰ Barnekow, Frederik von: *Lovlig selvfinansiering*. R&R nr. 7 2009, s. 62-69. s. 66.

¹⁰¹ Melander, Morten: *Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift* nr. 3 2007, s. 175-184, s. 180.

¹⁰² Kure, Henrik: *Lovlig selvfinansiering*, U.2011B.293. s. 299.

tages i forhold til den kautions- eller pantesikrede fordring.¹⁰³ En anden mulighed er at foretage kreditvurderingen med inspiration i EBIT-modellen (earnings before interest and tax¹⁰⁴), som anvendes ved værdiansættelse af virksomheder i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.¹⁰⁵ Efter denne model beregnes virksomhedens værdi som en multipl af den normaliserede indtjening med udgangspunkt i tidligere års regnskabsmæssige resultater, ligesom foreliggende budgetter kan tages med i beregningen.¹⁰⁶

Kravet om kreditvurdering skal ses i sammenhæng med det almindelige krav om forsvarlighed¹⁰⁷, som indebærer, at det centrale ledelsesorgan er ansvarlig for, at selskabet efter selvfinansieringen fortsat har et forsvarligt kapitalberedskab.¹⁰⁸ Jo mere kreditværdig modtagerkredsen er, jo mere forsvarligt vil det almindeligvis også være at yde selvfinansieringen, da risikoen for, at selskabet lider tab, vil være tilsvarende mindre.¹⁰⁹

Det er således ikke oplagt, hvorledes den påkrævede kreditvurdering skal foretages,¹¹⁰ og loven giver ingen vejledning hertil.¹¹¹ Det må tillige forventes, at kravet om foretagelse af kreditvurdering vil gøre selvfinansieringsprocessen særlig besværlig.¹¹²

2.2 Det centrale ledelsesorgans skriftlige redegørelse

Af SL § 207, stk. 1, 2. pkt., fremgår, at selskabets centrale ledelsesorgan skal fremlægge en skriftlig redegørelse. Denne redegørelse skal danne grundlag for generalforsamlingens stillingtagen til selvfinansieringen.¹¹³ Der stilles ikke i direktivbestemmelsen eller SL krav om, at initiativet til selvfinansiering skal komme fra ledelsen, hvilket ellers var foreslået af Kommissionen.¹¹⁴ Baggrunden for udeladelsen af kravet er antagelig en udtalelse fra Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg. Det var udvalgets opfattelse, at begrebet var for uklart og kun kunne være ment som et eksempel, hvorfor den i forslaget anvendte formulering burde udgå.¹¹⁵ Fordi det er det centrale ledelsesorgan, der skal udarbejde redegø-

¹⁰³ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 299.

¹⁰⁴ Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2011/12, 13. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters Professional 2011, s. 258.

¹⁰⁵ Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107, s. 101.

¹⁰⁶ Hansen, Johannes Egholm og Lundgren, Christian under medvirken af Nørremark, Michael: Køb og salg af virksomheder, 4. udgave, 1. oplag, Nyt Juridisk Forlag 2009, s. 183.

¹⁰⁷ Christensen, Jan Schans: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartselskaber (kapitalselskaber) – et overblik over Betænkning 1498/2008 om Modernisering af Selskabsretten. R&R nr. 1 2009, s. 22-38, s. 29.

¹⁰⁸ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters Professional 2011, s. 316.

¹⁰⁹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 299.

¹¹⁰ Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184, s. 182.

¹¹¹ Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69, s. 67.

¹¹² Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomhedsoverdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 27.

¹¹³ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1024.

¹¹⁴ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM/2004/0730 endelig udg., art. 1.4.

¹¹⁵ Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital (EØSU/2005/843), punkt 4.4.1. Se også Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten 1. udgave, 1. oplag, Thomson Reuters 2009, s. 189 f.

relsen og indstille en given transaktion til generalforsamlingen, har ledelsen imidlertid reelt ret til at afvise et forslag om selvfinansiering, hvorfor en kapitalejer eller tredjemand, der ønsker finansiering fra selskabet, må rette henvendelse til det centrale ledelsesorgan, som herefter må tage stilling til, hvorvidt der er grundlag for at udarbejde redegørelsen.¹¹⁶ Ledelsen kan ikke forpligtes til at udarbejde redegørelsen, men nægter ledelsen, er risikoen, at kapitalejerne udskifter ledelsesmedlemmerne efter de i SL fastsatte regler herom.¹¹⁷

Redegørelsen skal indeholde baggrunden for forslaget om selvfinansiering, selskabets interesse i at gennemføre selvfinansieringen, betingelserne knyttet til gennemførelsen, hvilke konsekvenser dispositionen medfører for selskabets likviditet og solvens, og endelig den pris, tredjemand skal betale for kapitalandelen, jf. SL § 207, stk. 1. Det fremgår ikke af SLs forarbejder, hvad der nærmere ligger i oplysningsens enkelte punkter, hvilket havde været ønskeligt.¹¹⁸ Det bør dog holdes for øje, at der er tale om minimumskrav.¹¹⁹ Man kan derfor overveje, hvor detaljeret redegørelsen bør være. På den ene side kan der argumenteres for, at der som følge af det selskabsretlige gennemsigtighedsprincip skal oplyses om alle forhold, hvorved kapitalejerne får et meget bredt beslutningsgrundlag.¹²⁰ På den anden side kan det hævdes, at det udspringer af selve forholdet og den heraf følgende ansvarsfordeling mellem selskabsledelsen og kapitalejerne, at ledelsen har en stillingsfuldmagt, der muliggør beslutningskompetence på selskabets vegne.¹²¹ Førstnævnte synspunkt synes at pålægge ledelsen en temmelig omfattende oplysningspligt; men under alle omstændigheder sker selvfinansiering under ledelsens ansvar. En omhyggelig og loyal redegørelse, som indeholder alle relevante overvejelser, vil friholde ledelsen for ansvar,¹²² og en sådan redegørelse vil derfor naturligt være i ledelsens interesse.

Kreditvurderingen, jf. SL § 206, stk. 3, nævnes ikke specifikt i SL § 207. Det må dog antages, at den er forudsat indeholdt i et af punkterne til redegørelsens indhold. I modsat fald bør den medtages i redegørelsen, således at den kan indgå som en del af det vurderingsgrundlag, ud fra hvilket generalforsamlingen træffer sin beslutning.¹²³

2.2.1 Offentliggørelse

Redegørelsen er underlagt offentlighed som de øvrige selskabsdokumenter i medfør af de grundlæggende principper, som kommer til udtryk i artikel 3 i 1. selskabsdirektiv.¹²⁴ Således skal redegørelsen offentliggøres i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens it-system eller være modtaget til offentliggørelse senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse, jf. SL § 207, stk. 3, i overensstemmelse med de generelle anmeldelsesfrister, jf. SL § 9. Dette kan næppe antages at være

¹¹⁶ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 295.

¹¹⁷ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 295.

¹¹⁸ Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69, s. 66.

¹¹⁹ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: SL med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 3.

¹²⁰ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 53.

¹²¹ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 53.

¹²² Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 281.

¹²³ Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69, s. 66 f.

¹²⁴ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1024.

en gyldighedsbetingelse, men blot et formkrav, hvis overtrædelse kan straffes med bøde, jf. SL § 367, stk. 1.¹²⁵

2.2.2 Baggrunden for forslaget om selvfinansiering

For det første skal redegørelsen indeholde oplysninger om baggrunden for forslaget om økonomisk bistand, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 1. *Bevæggrundene*¹²⁶ for dispositionen skal således klarlægges. En beskrivelse af baggrunden vil formentlig forekomme naturlig som introduktion til redegørelsen og som forklaring på, hvem der har taget initiativ hertil, på hvilken baggrund og med hvilket formål.¹²⁷

2.2.3 Selskabets interesse i selvfinansieringen

Dernæst skal redegøres for selskabets interesse i at gennemføre selvfinansieringen, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 2. Dette krav er antagelig et udslag af det selskabsretlige gennemsigtighedsprincip, som skal sikre, at selskabets kapitalejere bedst muligt kan gennemskue selvfinansieringens konsekvenser.¹²⁸ Kravet skal endvidere sikre, at selskabet kun foretager sådanne transaktioner, hvis selskabet, og dermed også selskabets kreditorer og andre interessenter, får nytte heraf.¹²⁹ Der kan således ikke lovligt ydes selvfinansiering, der ensidigt begunstiger en kapital ejer eller lignende. Kravet om vurdering af selskabets interesse går ikke videre end de krav, der også tidligere måtte stilles til en ansvarlig ledelse,¹³⁰ og tilfører derfor ikke som sådan noget nyt. At kravet er indført i loven tjener således formentlig blot pædagogiske formål og til indikation af, at generalforsamlingens godkendelse af selvfinansieringen ikke er tilstrækkelig til at fritage selskabets ledelse fra at varetage selskabets interesser.¹³¹

Det fremgår ikke af bestemmelsen eller af forarbejderne, at selvfinansiering ikke må ydes, hvis selskabet ikke har interesse heri.¹³² Imidlertid foreskriver den ulovbestemte *corporate benefit*-doktrin, at ledelsen skal handle i selskabets interesse, når den foretager dispositioner på vegne af selskabet.¹³³ Doktrinen skal beskytte kapitalejere og selskabskreditorer mod misbrug af selskabets midler fra ledelsen og/eller majoritetskapitalejere, og overtrædelse medfører navnlig, at ledelsen kan ifalde et erstatningsansvar.¹³⁴ Hertil kommer, at ledelsens forsvarlighedsvurdering vil tilsige, at ledelsesmedlemmerne over for generalforsamlingen skal oplyse om den manglende interesse og fraråde generalforsamlingen at yde den pågældende selvfinansiering, idet der i modsat fald er en meget nærliggende risiko for, at der vil være tale om en disposition omfattet af generalklausu-

¹²⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 295.

¹²⁶ De specielle bemærkninger til § 207 i lov nr. 470/2009 (som fremsat).

¹²⁷ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 295.

¹²⁸ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjøellerup 2010, s 53.

¹²⁹ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 3.

¹³⁰ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 281.

¹³¹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 296.

¹³² Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 3.

¹³³ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 296.

¹³⁴ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 296.

len i SL § 108.¹³⁵ Overtrædelse af SL § 108 kan medføre, at ledelsen bliver gjort medansvarlig i en eventuel efterfølgende erstatningssag.¹³⁶ På denne baggrund må ledelsen for at undgå ansvar nøje overveje at fratræde, hvis generalforsamlingen på trods af ledelsens tilkendegivelser vælger at træffe beslutning om at yde selvfinansiering.¹³⁷

Hvilke forhold, der nærmere skal redegøres for, når det skal vurderes, om selvfinansieringen er i selskabets interesse, er ikke klart,¹³⁸ og hverken SL eller dens forarbejder tager direkte stilling til, hvad det betyder, når man i selskabslovgivningen henviser til en sådan interesse.¹³⁹ Umiddelbart er en udlodning af selskabets kapital sjældent i et selskabs interesse, da selskabet likviditetsmæssigt slankes.¹⁴⁰ Således synes der nærmest indbygget en interessekonflikt i selve begrebet selvfinansiering, idet interessen i at modtage finansieringen næsten altid vil være dominerende over for interessen i at yde den.¹⁴¹ Selskabets interesse kan dog f.eks. udspringe af et ønske om at udvide selskabets ejerkreds med en kapitalejer, som besidder en særlig know-how eller teknologi, som selskabet kan drage fordel af.¹⁴² Ud over sådanne særtilfælde vil selskabet dog næppe kunne påvise en egentlig interesse i sine ejerforhold,¹⁴³ da det som udgangspunkt må være et selskab uvedkommende, hvem der er selskabets kapitalejere.¹⁴⁴ Ledelsen vil kunne bruge det argument, at jo bedre købers finansiering er, desto højere pris for aktierne vil der kunne opnås¹⁴⁵; men dette synes næppe at påvise nogen selvstændig legitim interesse for selskabet, hvis dette er på bekostning af selskabets interesse.¹⁴⁶

Ifølge Werlauff udgøres selskabsinteressen ikke alene af summen af selskabsdeltagernes interesser, men også af prioriterede delinteresser med en indbyrdes rangfølge bestående af selskabsdeltagerne, selskabskreditorene, medarbejderne, potentielle medkontrahenter og samfundet. Den indbyrdes rangfølge kan ændres ved konkrete omstændigheder, således at selskabsdeltagernes interesser konkret får en lavere prioritet end f.eks. selskabskreditorenes.¹⁴⁷ Sofsrud antager, at selskabets interesse betegner interessen hos det økonomiske residualssubjekt, dvs. kapitalejerne eller, i tilfælde af selskabets konkurs, selskabskreditorene.¹⁴⁸ Schans Christensen vurderer, at det afgørende ved ledelsens skønsudøvelse bør

¹³⁵ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 3.

¹³⁶ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 3.

¹³⁷ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 3.

¹³⁸ Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69, s. 66.

¹³⁹ Bunch, Lars & Christensen, Jan Schans: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1., s. 1.

¹⁴⁰ Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69, s. 66.

¹⁴¹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 297.

¹⁴² Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 418.

¹⁴³ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 297.

¹⁴⁴ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 3.

¹⁴⁵ Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184, s. 180.

¹⁴⁶ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 297.

¹⁴⁷ Werlauff, Erik: Selskabsmasken. GEC Gads Forlag, 1991, s. 517 f.

¹⁴⁸ Sofsrud, Thorbjørn: Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udg. 1. oplag. Greens Jura 1999, s. 259.

være kapitalejernes kollektive, langsigtede interesse i selskabet, herunder i at se værdien af selskabet stige. Det bør dog næppe kræves, at enhver disposition, som ledelsen foretager, kan påvises at tilgodese kapitalejerne, og det må være tilstrækkeligt, at den linje, som lægges, på lang sigt er egnet til at tjene kapitalejernes interesse.¹⁴⁹ Set i sammenhæng med generalklausulerne i SL er det ifølge Bunch & Schans Christensen afgørende, om beslutningen er truffet både i overensstemmelse med kapitalejernes kollektive interesse og i overensstemmelse med kreditorinteressen.¹⁵⁰ Det er Kures synspunkt, at der ved vurderingen af, om en disposition er i selskabets interesse, må foretages en helhedsbedømmelse af den påtænkte selvfinansiering, herunder modtagerkredsens kreditværdighed, finansieringens form og størrelse, samt de vilkår, som selvfinansieringen ydes på. Yderligere må selskabets interesse på baggrund af en *cost-benefit*-analyse afvejes over for de ulemper, som selvfinansieringen indebærer for selskabet og i øvrigt vurderes i lyset af selskabets aktuelle økonomiske situation.¹⁵¹

Det fremgår af ovenstående, at den faktiske vurdering af selskabsinteressen kan give anledning til betydelig usikkerhed. Det synes endvidere ikke meningsfuldt at tale om selskabets interesse generelt, idet indholdet af dette begreb helt afhænger af hvilket synspunkt, der tages udgangspunkt i. Selskabsinteressen kan således variere, alt efter om denne ses ud fra en minoritetsejers, majoritetsejers eller en selskabskreditors synsvinkel. Hertil kommer den interessekonflikt, som synes uvægerligt at indgå i forholdet mellem hhv. at modtage og yde selvfinansiering. På denne baggrund kan det vise sig særdeles vanskeligt at opfylde kravet om, at selvfinansieringen skal være i selskabets interesse.

2.2.4 Betingelserne knyttet til selvfinansieringen

Yderligere skal redegørelsen klarlægge de betingelser, der er knyttet til selvfinansieringens gennemførelse, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 3. Om de betingelser, der her omtales, relaterer sig til gennemførelsen af selvfinansieringen eller til gennemførelsen af tredjemands erhvervelse hhv. tegning af kapitalandele i selskabet, er ikke klart. Formentlig henvises til betingelserne for gennemførelse af selvfinansieringen, men i praksis vil gennemførelse af selvfinansieringen og tredjemands erhvervelse hhv. tegning ofte være nært indbyrdes forbundne, hvorfor det vil være naturligt at beskrive begge i redegørelsen.¹⁵²

2.2.5. Konsekvenser for selskabets likviditet og solvens

I redegørelsen skal indgå en vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 4. Til opfyldelse af bestemmelsen kræves samlet set en omfattende analyse af selskabets forhold for at sikre et tilstrækkeligt grundlag til vurdering af, hvorvidt den pågældende finansiering ligger inden for selskabets økonomiske rammer.¹⁵³ Kra-

¹⁴⁹ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 249 f.

¹⁵⁰ Bunch, Lars & Christensen, Jan Schans: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1., s. 10.

¹⁵¹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 296 f.

¹⁵² Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 297.

¹⁵³ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 52.

vet er et udtryk for ledelsens almindelige pligt til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab.¹⁵⁴ Man kan forestille sig, at der med denne bestemmelse åbnes op for spekulation i, hvornår det vil være optimalt at sende transaktionen til godkendelse på generalforsamlingen. Set i lyset af at selvfinansieringen gennemføres på ledelsens ansvar, må det dog antages at være i ledelsens interesse at give et realistisk billede af selskabets økonomi.¹⁵⁵

Som sikkerhed for at lånet ikke ville skade selskabets likviditet og solvens, blev det oprindeligt foreslået af Kommissionen, at selskabet skulle kunne opretholde sin likviditet og solvens i fem år fremadrettet, hvilket skulle kunne godtgøres ved en ”detaljeret pengestrømsanalyse”, udarbejdet på grundlag af oplysninger på godkendelsestidspunktet for transaktionen.¹⁵⁶ En beslutning om at yde selvfinansiering ville således forudsætte en meget omfattende analyse af selskabets økonomiske forhold og tredjemands økonomiske forhold.¹⁵⁷ Den foreslåede 5-års pengestrømsanalyse ville pålægge selskaberne væsentlige meromkostninger, og endvidere ville en sådan prognose sandsynligvis hovedsageligt være baseret på antagelser og dermed af begrænset værdi.¹⁵⁸ Den overordnede politiske målsætning for Kommissionens forslag til ændring af kapitaldirektivet var at spare omkostninger og tid for virksomheder, der tager visse kapitalrelaterede foranstaltninger.¹⁵⁹ Dette synes ikke at stemme overens med den yderligere økonomiske og tidsmæssige byrde, selskaberne ville blive pålagt, hvis en så omfattende økonomisk prognose krævedes udarbejdet. Femårsreglen er da også med rette udeladt af den endelige direktivtekst, hvilket gør det mindre bureaukratisk og mindre omkostningsfuldt at yde selvfinansiering.¹⁶⁰ Ledelsen kan dog med fordel lade en sådan pengestrømsanalyse indgå i det materiale, den skal præsentere for generalforsamlingen som grundlag for generalforsamlingens beslutning.¹⁶¹

2.2.6. Kapitalandelenes pris

Redegørelsen skal endvidere oplyse om den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 5. Sammenholdes denne betingelse med kravet om at redegørelsen skal offentliggøres, er konsekvensen, at det ikke er muligt at holde købsprisen fortrolig.¹⁶² Dette kan potentielt afholde mange selskaber fra at gøre brug af reglerne om lovlig selvfinansiering.

¹⁵⁴ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 297.

¹⁵⁵ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjøellerup 2010, s 51 f.

¹⁵⁶ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM/2004/0730 endelig udg., art. 23, stk. 1.

¹⁵⁷ Andersen, Paul Krüger & Sørensen, Karsten Engsig: Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? NTS 2005:3 side 61-74, s. 65.

¹⁵⁸ Eilis Ferran: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. European Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 93-99, s.98.

¹⁵⁹ Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital KOM/2004/0730 endelig udg., bilag 1.

¹⁶⁰ Skjerve, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009, s. 190.

¹⁶¹ Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184, s. 180.

¹⁶² Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 297.

Prisen, som tredjemand skal betale for kapitalandelene, skal ifølge direktivbestemmelsen være rimelig, såfremt tredjemand med økonomisk bistand fra selskabet erhverver kapitalandele fra selskabets egen beholdning eller tegner kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse i selskabet. Det ønskes herved at sikre kapitalejerne mod, at de eksisterende beholdninger af kapitalandele udvandes.¹⁶³ Erhverves allerede udstedte kapitalandele i selskabet, gælder kravet om rimelig pris derimod ikke. Forskellen mellem transaktionerne er, at vederlaget i sidstnævnte situation tilfalder den sælgende kapitalejer og ikke selskabet, hvorfor de eksisterende beholdninger af kapitalandele ikke udvandes.¹⁶⁴

I sin kommentar til direktivforslaget fastslår Kommissionen, at det er af ”*prior importance that Member States ensure that a fair price is set.*”¹⁶⁵ På trods af dette stiller SL ikke krav til prisens rimelighed. Et direktiv er efter EU-retlige principper direkte forpligtende over for medlemsstaterne, men det overlades til de nationale myndigheder at implementere direktivet. Direktiver antages derfor ikke at kunne forpligte private og virksomheder, og det kan derfor ikke påberåbes af en medlemsstat over for disse subjekter, førend det er implementeret i national ret.¹⁶⁶ Et dansk selskab kan herefter ikke pålægges at opfylde kravet om rimelig pris, når dette krav ikke er implementeret i dansk ret. Det vil således eksempelvis ikke være i strid med SL, hvis en kapitalejer tegner nye kapitalandele til favørkurs ved hjælp af midler modtaget fra selskabet som lovlig selvfinansiering.¹⁶⁷ En sådan transaktion vil dog kunne anfægtes som stridende mod lighedsgrundsætningen i SL § 45, hvorefter dispositionen vil kræve samtlige forringede kapitalejers samtykke.¹⁶⁸

Når medlemsstater vælger at implementere reglerne om lovlig selvfinansiering, skal dette som minimum ske på de i direktivet fastsatte betingelser, idet selvfinansieringsforbuddet i art. 23, stk. 1 i modsat fald udhules i national ret.¹⁶⁹ Når de danske regler udelader kravet om rimelig pris, er reglerne formelt lempeligere end foreskrevet i direktivet og således næppe i overensstemmelse med Danmarks EU-retlige forpligtelse.¹⁷⁰

2.3 Generalforsamlingens godkendelse

Ledelsen skal forelægge transaktionen til godkendelse på generalforsamlingen, jf. SL § 207, stk. 1, 1. pkt. Godkendelsen skal ske på baggrund af et konkret for-

¹⁶³ Commission Working Document, Detailed explanation (by article) of Proposal COM (2004) 730 final of 29 October 2004 for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation and public limited liability companies and the maintenance of their capital, paragraph 4.

¹⁶⁴ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 297.

¹⁶⁵ Commission Working Document, Detailed explanation (by article) of Proposal COM (2004) 730 final of 29 October 2004 for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation and public limited liability companies and the maintenance of their capital, paragraph 4.

¹⁶⁶ Ulla Neergaard og Ruth Nielsen: EU Ret, 6. udgave, 2010, Thomson Reuters Professional, s. 228ff. Se f.eks. sag 152/84, M H Marshall mod Southampton and South West Hampshire Area Health Authority (Teaching), saml. 1986 s. 723 præmis 48.

¹⁶⁷ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 297 f.

¹⁶⁸ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 51.

¹⁶⁹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 298.

¹⁷⁰ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 298.

hold, og generalforsamlingen kan således ikke på forhånd bemyndige ledelsen til at træffe beslutning om økonomisk bistand.¹⁷¹ Denne betingelse er mere restriktiv end oprindeligt foreslået af HLG, som i sin rapport lagde op til, at generalforsamlingen kunne bemyndige ledelsen for en periode på f.eks. 5 år til at træffe beslutning om selvfinansiering.¹⁷² Dette oplæg medtog Kommissionen ikke i sit forslag til ændring af kapitaldirektivet, idet Kommissionen var af den opfattelse, at "*the extraordinary sensitivity of such transactions*" ikke tillod en sådan forudgående godkendelse.¹⁷³ Det fremgår dog ikke, hvori denne "extraordinary sensitivity" består.

Det kan overvejes, hvorvidt forbuddet mod forudgående godkendelse vil begrænse anvendeligheden af reglerne om lovlig selvfinansiering. På den ene side kan tidspresset og den følsomhed over for offentligheden, som mange virksomhedsfinansieringstransaktioner er underlagt, betyde, at opnåelsen af generalforsamlingsgodkendelse ved hver enkelt transaktion ikke er mulig - særligt i offentligt handlede selskaber med en spredt ejerkreds.¹⁷⁴ På den anden side er det tvivlsomt, om lovlig selvfinansiering overhovedet vil blive anvendt af selskaber med flere kapitalejere, bortset fra ved generationsskifter, og generalforsamlingsgodkendelser er oftest uproblematisk i eneejede selskaber.¹⁷⁵ Kravet om godkendelse af hver enkelt transaktion vil således næppe udgøre en begrænsning for reglerens anvendelse i praksis.

Det bemærkes, at en kapitalejer kan anfægte generalforsamlingens godkendelse af selvfinansieringen ved at anlægge et såkaldt annullationssøgsmaal mod selskabet,¹⁷⁶ jf. SL § 109. Anfægtelsen skal være begrundet i, at beslutningen ikke er blevet til på lovlig måde eller, at den efter sit indhold eller virkning er i strid med SL eller kapital selskabets vedtægter. Såfremt kapitalejeren gives medhold, kan domstolene kende beslutningen ugyldig eller alternativt ændre den, jf. SL § 109, stk. 4, 1. pkt. En ændring af beslutningen kræver dog, at der er nedlagt påstand herom, og at retten er i stand til at fastslå, hvilket indhold beslutningen retteligt skulle have haft, jf. SL § 109, stk. 4, 2. pkt., f.eks. i afstemningstilfælde, at B er valgt i stedet for A.¹⁷⁷ SL § 109 omhandler kun gyldigheden af generalforsamlingens beslutning og f.eks. ikke et eventuelt erstatningskrav rettet mod selskabsledelsen eller kapitalejere.¹⁷⁸

¹⁷¹ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1024.

¹⁷² Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Brussels, European Commission, November 2002) s. 85.

¹⁷³ Commission Working Document, Detailed explanation (by article) of Proposal COM (2004) 730 final of 29 October 2004 for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation and public limited liability companies and the maintenance of their capital, s. 5.

¹⁷⁴ Eilis Ferran: Simplification of European Company Law on Financial Assistance, European Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 93-99, s.96.

¹⁷⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 296.

¹⁷⁶ Jf. U1925.5110 angående afvisning af et søgsmaal rettet mod bestyrelsen med påstand om, at denne skulle tilbagebetale selskabet bestyrelses honorar, begrundet i, at generalforsamlingsbeslutningen var ugyldig, som stridende mod selskabets vedtægter. Tilsvarende U 2008.60 Ø, hvor en sag anlagt mod dirigenten blev afvist.

¹⁷⁷ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 431. Se Østre Landsrets dom af 30. april 1996, 17. afd., B-1408-95 og B-2726-95, hvor et valg til bestyrelsen kendtes ugyldigt, hvorefter sagsøgerens påstand om, at nærmere angivne personer ville være blevet valgt i stedet, toges til følge. Se også betænkning 540/1969, s. 119f, hvor det anføres, at det med domstolens adgang til at ændre en generalforsamlingsgodkendelse ikke er meningen, at domstolene skal indlade sig på at træffe forretningsmæssige beslutninger på vegne af selskabet.

¹⁷⁸ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 109, note 3. Se hertil U1955.9320.

2.3.1 Habilitet

Hvis den økonomiske bistand skal ydes til en person, der allerede er kapitalejer i selskabet, opstår spørgsmålet, om kapitalejeren kan deltage og stemme i forbindelse med generalforsamlingens godkendelse af selvfinansieringen. Svaret findes ikke i reglerne om selvfinansiering, men fremgår derimod af SL's inhabilitetsregel i SL § 86 læst modsætningsvis.¹⁷⁹

Af SL § 131 fremgår, at et medlem af ledelsen, dvs. et medlem af direktionen, bestyrelsen eller tilsynsrådet, afhængig af den valgte ledelsesstruktur, jf. SL § 111, både ved sagsanlæg og aftaler mellem selskabet og den pågældende selv er inhabil ved ledelsens behandling af sagen. Dette skyldes, at der er tale om et selskabsretligt mandat, der principielt udøves for andre, nemlig for enhver, der udleder deres interesser af selskabets interesse; her er således ingen adgang til *egoistisk stemmeafgivning*.¹⁸⁰ I praksis vil erhververen af de selvfinansierede kapitalandele antagelig ikke være ledelsesmedlemmet selv, men et selskab, som ejes af den pågældende, eller hvortil denne har nær tilknytning. I så fald vil ledelsesmedlemmet også være inhabil ved ledelsens behandling af sagen, jf. SL § 131.¹⁸¹

Om kapitalejeres inhabilitet på generalforsamlingen bestemmer SL § 86, at inhabilitet foreligger ved afstemninger om søgsmål mod kapitalejeren selv eller om dennes eventuelle ansvar over for selskabet. Det er således karakteristisk, at inhabilitetsreglen vedrørende kapitalejere – i modsætning til, hvad der i medfør af SL § 131 gælder for medlemmer af selskabets ledelse – kun omfatter sagsanlæg og ikke aftaler.¹⁸² Den mere lempelige habilitetsregel for en kapitalejer skyldes, at behandling af andre temaer end sagsanlæg vedrører varetagelse af egne formueinteresser, og der er herefter fuld adgang til egoistisk stemmeafgivning.¹⁸³ En kapitalejer, der skal modtage den økonomiske bistand, har således ret til at deltage i generalforsamlingens behandling samt afgive stemme til egen fordel i forbindelse med generalforsamlingens godkendelse af selvfinansieringen.¹⁸⁴

2.3.2 Vedtagelseskrav

Det følger af SL § 207, stk. 2, at generalforsamlingens afgørelse om godkendelse træffes med samme majoritet, som kræves til vedtægtsændring, jf. § 106, dvs. at beslutningen skal tiltrædes af mindst 2/3 af de afgivne stemmer såvel som 2/3 af

¹⁷⁹ Werlauff, Erik: Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2010, s. 275 f.

¹⁸⁰ Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig (Red.): Den nye selskabslov, 1. oplag, 1. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009, s. 296.

¹⁸¹ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 55.

¹⁸² Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 553.

¹⁸³ Werlauff, Erik: Selskabers kapital – konsekvenser af selskabsreformen 2009/10, UfR 2009B. S. 143ff., note 37. Werlauff understreger, at uanset at langt de fleste tilfælde af majoritetsmisbrug må antages at blive opfanget af forskrifterne om markedsvilkår etc., må retten til egoistisk stemmeafgivning på generalforsamlingen ikke føre til en beslutning, der efter sit indhold er åbenbart urimelig for selskabet; i så fald kan SL § 108 finde anvendelse, jf. Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig (Red.): Den nye selskabslov, 1. oplag, 1. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009, s. 296, note 2.

¹⁸⁴ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: SL med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 2, og Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 206, stk. 2.

den repræsenterede stemmeberettigede kapital. Det er således muligt at gennemføre selvfinansiering uden samtykke fra en stor del af kapitalejerne. Det er ikke en forudsætning for ydelse af selvfinansiering, at alle selskabets kapitalandele erhverves, og gennemføres transaktionen med eksisterende minoritetskapitalejere i selskabet, vil disse skulle acceptere generalforsamlingens beslutning uden at modtage kompensation for den øgede risiko, selskabet udsættes for som følge af den højere gældsandel.¹⁸⁵ Selskabet kan til forebyggelse heraf vælge at regulere minoritetskapitalejernes indflydelse ved at indføre skærpede majoritetskrav i vedtægterne.¹⁸⁶

Beslutningen skal overholde eventuelle yderligere krav i vedtægterne til beslutning om vedtægtsændring samt generalklausulen i § 108.¹⁸⁷ Det følger heraf, at der ikke må træffes beslutning, der er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller selskabets bekostning, dvs. hvad der bedst kan betegnes som misbrugstilfælde.¹⁸⁸ Generalforsamlingens beslutning må endvidere overholde lighedsgrundsætningen i SL § 45.¹⁸⁹ Således skal alle selskabsdeltagere i samme situation behandles lige.¹⁹⁰ Afgørende er, om dispositionen efter sit indhold er udtryk for forskelsbehandling af kapitalejerne.¹⁹¹ Lighedsgrundsætningen er deklaratorisk, og således kan de kapitalejere, der stilles ringere ved selvfinansieringen, vælge at frafalde deres ret i medfør af SL § 45 og acceptere forskydningen.¹⁹² Dette kan ikke ske ved majoritetsbeslutning, idet den beskyttelse, der kan udledes af lighedsgrundsætningen, er udtryk for en individualret.¹⁹³ En sådan fravigelse kræver således ubetinget samtykke fra de kapitalejere, hvis retsstilling forringes.¹⁹⁴

Lovlig selvfinansiering må kun ydes inden for rammerne af de frie midler, dvs. midler, der kan udloddes som ordinært udbytte. Der er dog den væsentlige forskel på udbytte og lovlig selvfinansiering, at udbytte fordeles mellem kapitalejerne i forhold til deres ejerandel af selskabet, jf. SL § 1, stk. 2, 2. pkt., hvorimod det ikke nødvendigvis er alle kapitalejere, der direkte eller indirekte vil få gavn af selvfinansieringen. Derfor vil selvfinansiering ofte indebære et favørelement overfor den kapitalejer, som finansieringen ydes til fordel for.¹⁹⁵ Det er usikkert, hvorvidt lighedsgrundsætningen slår igennem i situationer, hvor selskabet tidligere har finansieret en kapitalejers erhvervelse af kapitalandele, således at der her-

¹⁸⁵ Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184, s. 183.

¹⁸⁶ Tidemand & Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til SLs regler om selvfinansiering og egne aktier. Justitia 2011, nr. 32, s. 3-47, s. 40 f.

¹⁸⁷ De specielle bemærkninger til § 207 i lov nr. 470/2009 (som fremsat) og Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1024.

¹⁸⁸ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 157.

¹⁸⁹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 298. Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 418.

¹⁹⁰ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret - Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 412.

¹⁹¹ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 149.

¹⁹² Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 45, s. 307.

¹⁹³ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 152.

¹⁹⁴ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 181.

¹⁹⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 298.

efter kan være en berettiget forventning fra andre af selskabets kapitalejere om en tilsvarende finansiering fra selskabet. Werlauff, Larsen & Larsen besvarer dette bekræftende,¹⁹⁶ og tilsvarende gør Krüger Andersen & Engsig Sørensen.¹⁹⁷ Kure mener dog, at dette er at strække grundsætningen for vidt. Han vurderer således, at en kapitalejer, der føler sig forbigået i forbindelse med lovlig selvfinansiering, er bedre tjent med at tilbageholde sit samtykke til transaktionen på generalforsamlingen end at satse på en godkendelse fra de andre kapitalejere, hvis pågældende selv senere skulle fremsætte ønske om økonomisk bistand fra selskabet.¹⁹⁸

Eventuelle minoritetsejere kan således i medfør af lighedsgrundsætningen i SL § 45 blokere for en beslutning om selvfinansiering på generalforsamlingen ved at undlade at samtykke hertil. Hertil kommer, at beslutningen måske vil kunne anfægtes efter SL § 108. Denne minoritetsbeskyttelse synes så stærk, at lovlig selvfinansiering i selskaber med flere kapitalejere i bedste fald vil være meget uhenigtsmæssigt, i værste fald umuligt.¹⁹⁹

2.4 Forsvarligt inden for de frie reserver

2.4.1 Inden for de frie reserver

Selskabets samlede²⁰⁰ økonomiske bistand til finansiering af erhvervelse af selskabets kapitalandele skal kunne rummes inden for selskabets frie reserver, som efter SL § 182, stk. 2, kan udloddes som ordinært udbytte (beløb, som i selskabets senest godkendte årsregnskab er opført som overført overskud og reserver, som ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter med fradrag af overført underskud), jf. SL § 208, 3. pkt. Modsætningsvis kan et eventuelt overskud optjent i indeværende regnskabsår, der kan udbetales som ekstraordinært udbytte, ikke anvendes til at yde selvfinansiering. Afgrænsningen af de frie reserver er således forskellig fra den afgrænsning, der foretages i forbindelse med bestemmelserne om kapital-selskabers erhvervelse af egne kapitalandele, jf. SL § 197, stk. 1, der henviser til de midler, der kan udbetales som ekstraordinært udbytte, jf. SL § 182, stk. 3. Denne forskel har næppe været tilsigtet.²⁰¹ Ved en sikkerhedsstilling og lignende skal begrænsningen forstås som ”for beløb svarende til de frie reserver.”²⁰²

¹⁹⁶ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 49f.

¹⁹⁷ Andersen, Paul Krüger og Sørensen, Karsten Engsig: Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? NTS 2005:3 side 61-74, s. 65, note 6.

¹⁹⁸ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 298.

¹⁹⁹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 298.

²⁰⁰ Det er vigtigt at bemærke, at begrænsningen til de frie reserver gælder summen af foretagne selvfinansieringstransaktioner, og ikke blot hver enkelt transaktion, idet det ikke skal være muligt at omgå reglerne ved at gennemføre flere transaktioner, jf. Commission Working Document, Detailed explanation (by article) of Proposal COM (2004) 730 final of 29 October 2004 for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC, as regards the formation and public limited liability companies and the maintenance of their capital, paragraph 4.

²⁰¹ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 417, note 17.

²⁰² Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 208, note 2.

Det disponible beløb udregnes som differencen mellem på den ene side den bogførte egenkapital, som den fremgår af årsrapporten (hhv. mellembalancen), og på den anden side den bundne egenkapital. Efter selvfinansieringen er gennemført, skal selskabets egenkapital mindst udgøre et beløb, der svarer til den bundne egenkapital. Beløbet, som kan anvendes til selvfinansiering, skal således tages fra den frie egenkapital, jf. SL § 180, stk. 2, jf. SL § 208, 3. pkt.²⁰³ Der er således tale om et absolut loft for hvor stort et beløb, der kan anvendes til lovlig selvfinansiering.²⁰⁴ Dette svarer til, hvad der gælder ved udbyttebetaling. Dermed burde lovlig selvfinansiering i princippet ikke øge risikoen for selskabets kreditorer, som må påregne, at de frie reserver kan forlade selskabet gennem udbetaling af udbytte.²⁰⁵

Likviditet er ikke en betingelse for udbetalingen af udbytte, og f.eks. kan et selskab med frie reserver optage lån til brug for udbyttebetaling. Dog må de øvrige betingelser for udbyttebetalinger være opfyldt, herunder forsvarlighedsvurderingen, som indebærer en bedømmelse af selskabets fremtidige likviditet.²⁰⁶ Med SL § 208s direkte henvisning til SL § 180, stk. 2, må dette antages også at gælde i relation til selvfinansiering.²⁰⁷

Werlauff, Larsen & Larsen antager, at baggrunden for bestemmelsen er, at såfremt modtageren af den økonomiske bistand misligholder lånet, og dette helt eller delvis har været sikret gennem pantsætning til selskabet af dets egne aktier, vil aktierne tilfalde selskabet og dermed indgå i selskabets beholdning af egne aktier. De anfører hertil, at sammenholdes dette krav med vilkåret om en tilstrækkelig undersøgelse af modtagerens kreditværdighed, vil bestemmelsen næppe være relevant, hvis kreditvurderingen har været tilbunds gående. Det vil i så fald formentlig være yderst sjældent, at modtageren ikke er i stand til at honorere sine forpligtelser over for selskabet, og selskabet vil derfor næppe være nødt til at tilbagetage egne aktier. Endvidere behøver den sikkerhed, der eventuelt ydes i forbindelse med selvfinansieringen, ikke at bestå i aktier i selskabet, men kan bestå i andre aktiver eller i en kombination heraf.²⁰⁸

Når et selskab yder selvfinansiering, skal der foretages en regnskabsmæssig omklassificering af et beløb svarende til lånet, sikkerhedsstillelsen eller den økonomiske bistand fra posten ”Overført overskud” eller anden post under egenkapitalen, der kan anvendes til udbytte, til posten ”Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse”, jf. ÅRL § 35a, stk. 1, 1. pkt. Reserven kan ikke formindskes på nogen måde, ej heller med fremtidigt underskud, jf. bestemmelsens 2. pkt. Der er således tale om en bunden reserve,²⁰⁹ dvs. en reserve, som tilhører selskabet, men som i henhold til bestemmelser i SL eller selskabets vedtægter ikke kan udbetales

²⁰³ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 258.

²⁰⁴ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 299.

²⁰⁵ Christensen, Jan Schans: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartselskaber (kapitalselskaber) – et overblik over Betænkning 1498/2008 om Modernisering af Selskabsretten. R&R nr. 1 2009, s. 22-38, s. 29.

²⁰⁶ Karnov note 693 L 2009-06-12 nr. 470 Selskabsloven.

²⁰⁷ Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107. s. 102.

²⁰⁸ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 52.

²⁰⁹ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 208. note 2.

som udbytte.²¹⁰ Det betyder, at et beløb, der svarer til den ydede bistand, ikke kan benyttes til udlodning, andre lån eller anden sikkerhedsstillelse for kapitalejere og ledelse mv.²¹¹ Det er heller ikke muligt at overføre reserven til selskabskapitalen, idet dette ville være at sidestille med indskud af en fordring på en kapitalejer, hvilket ikke er tilladt efter forslaget til SL.²¹² Gennem denne bestemmelse sikres det, at den frie reserve, der dannede grundlag for selvfinansieringen, ikke kan bruges to gange, hverken til udbytte, til underskudseliminering eller på anden måde.²¹³ Dog formindskes eller opløses reserven i det omfang, lånet, sikkerhedsstillelsen eller anden økonomisk bistand nedbringes eller bringes til ophør, jf. bestemmelsens 3. pkt.²¹⁴

2.4.2 Forsvarlighedskriteriet

Som en yderligere beskyttelse af kreditorerne foreskrives, at kapitalselskabets samlede økonomiske bistand til tredjemand efter § 206, stk. 2, på intet tidspunkt må overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling, jf. SL § 208, 1. pkt. Er selskabet et moderselskab, jf. SL §§ 6 og 7, kræves en vurdering af koncernens samlede økonomiske stilling, jf. SL § 208, 2. pkt. Heraf må følge, at forsvarligheden skal bedømmes alene ud fra det selvfinansierede selskabs økonomiske stilling, hvis selskabet ikke er et moderselskab.²¹⁵ Det forudsættes, at selskabets ledelse foretager en helhedsbetragtning ved vurderingen af råderummet for at kunne yde økonomisk bistand.²¹⁶

Forsvarlighedskriteriet er ingen nyskabelse²¹⁷ og skal ses i sammenhæng med ledelsens almindelige pligt til at handle forsvarligt og til at sikre selskabets kapitalberedskab, jf. SL § 115, nr. 5 (om bestyrelsen), § 116, nr. 5 (om tilsynsrådet), og § 118, stk. 2 (om direktionen).²¹⁸ Herefter er selskabets centrale ledelsesorgan ansvarlig for, at selskabet efter selvfinansieringen fortsat har et forsvarligt kapitalberedskab i forhold til selskabets aktiviteter mv.²¹⁹ Betingelsen adskiller sig således ikke fra den pligt, som ledelsen har, når selskabet i øvrigt yder lån, kautionerer eller stiller sikkerhed,²²⁰ som f.eks. ved ydelse af lån indebærer, at ledelsen er ansvarlig for, at lånet kun ydes, hvis det er forsvarligt, både hvad angår

²¹⁰ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 271.

²¹¹ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 208. note 2.

²¹² Jf. de specielle bemærkninger til § 1, nr. 9, i lov nr. 516/2009 (som fremsat).

²¹³ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 206, stk. 2.

²¹⁴ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 315.

²¹⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 299.

²¹⁶ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1025.

²¹⁷ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 281.

²¹⁸ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 419.

²¹⁹ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1025.

²²⁰ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 299.

kreditrisiko, afkast og øvrige vilkår.²²¹ Forsvarlighedskriteriet kendes ligeledes fra reglerne om udlodning af udbytte, jf. SL § 179, stk. 2, 1. pkt.²²²

Det vil sandsynligvis sjældent være forsvarligt at anvende alle selskabets frie reserver til selvfinansiering, og ledelsen må i hver enkelt transaktion vurdere hvor stort et beløb, der kan anvendes til selvfinansiering.²²³

2.4.3 Tidspunktet for ledelsens vurdering

Det er de frie reserver, der består på det tidspunkt, hvor den økonomiske bistand ydes, der er afgørende.²²⁴ Der stilles således ikke krav om, at forsvarlighedsvurderingen skal foretages løbende, hvilket man muligvis kunne forledes til at tro ved formuleringen, at den økonomiske bistand ”på intet tidspunkt” må overstige, hvad der er forsvarligt.²²⁵ Sker der efterfølgende et fald i de frie reserver, medfører dette ikke, at mellemværendet mellem selskabet og modparten skal afvikles, men kan imidlertid betyde, at der indtræder en handlepligt for ledelsen i medfør af ledelsens forpligtelse til at sikre, at selskabet har det fornødne kapitalberedskab, jf. også kapitaltabsreglerne i SL § 119.²²⁶ Ændres selskabets økonomiske stilling væsentligt mellem tidspunktet for generalforsamlingens godkendelse af transaktionen og ydelsestidspunktet, må ledelsen være forpligtet til at hindre gennemførelsen af selvfinansieringen.²²⁷

2.5 Sædvanlige markedsvilkår

Yder et selskab økonomisk bistand til erhvervelse af selskabets kapitalandele, skal det ske på sædvanlige markedsvilkår, jf. SL § 209. Dette krav finder anvendelse både ved finansiering i forbindelse med overdragelse af allerede udstedte kapitalandele og ved tegning af kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse.²²⁸ Bestemmelsens sigte er at varetage hensynet til selskabskreditorerne ved at sikre, at selskabets midler ikke stilles til rådighed for tredjemand på vilkår, der forfordeler visse eksisterende kapitalejere (majoritetsmisbrug) eller på urimelig vis forringer kreditorernes stilling, jf. SL § 127.²²⁹ Det påhviler selskabets ledelse at sikre, at den økonomiske bistand sker i overensstemmelse med de i bestemmelsen opstillede betingelser og er på vilkår, der ud fra selskabets interesser må anses for sædvanlige i lyset af de konkrete omstændigheder.²³⁰ Det centrale ledel-

²²¹ Bunch, Lars og Christensen, Jan Schans: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1., s. 6 f

²²² Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 285.

²²³ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 300.

²²⁴ De specielle bemærkninger til § 208 i lov nr. 470/2009 (som fremsat).

²²⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 300.

²²⁶ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 208.

²²⁷ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293, s. 300.

²²⁸ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 418.

²²⁹ De specielle bemærkninger til § 209 i lov nr. 470/2009 (som fremsat)

²³⁰ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 209, note 2.

sesorgan må sikre, at lånet er ydet på rimelige og forsvarlige vilkår, især hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering.²³¹

Kravet om, at selvfinansiering skal ske på sædvanlige markedsvilkår, indebærer, at ledelsen nødvendigvis må foretage en reel risikovurdering i forbindelse med ydelse af økonomisk bistand.²³² Det bemærkes i den forbindelse, at ledelsen også her er underlagt de almindelige ansvarsregler i SL kapitel 22²³³, og manglende overholdelse af betingelserne kan, hvis der er tale om et forsætligt eller uagtsomt forhold, således efter omstændighederne føre til erstatningsansvar eller eventuelt strafansvar for de personer, der medvirker til gennemførelse eller opretholdelse af dispositioner i strid med de angivne betingelser.²³⁴

2.5.1 Det nærmere indhold af begrebet ”sædvanlige markedsvilkår”

SL § 209 kaster ikke lys over, hvad der forstås ved begrebet ”sædvanlige markedsvilkår”. Af forarbejderne fremgår imidlertid, at der ved sædvanlige markedsvilkår ud over markedrenten (niveau og rentetilskrivning²³⁵) også skal ses på andre forhold såsom lånets løbetid.²³⁶ En kapitalejer vil eksempelvis kunne fristes til at optage et afdragsfrit lån, hvor renterne tilskrives hovedstolen. Sådanne vilkår vil ligeledes skulle indgå i vurderingen af sædvanlige markedsvilkår.²³⁷ Om en transaktion gennemføres på sædvanlige markedsvilkår, må herefter bero på en konkret vurdering.²³⁸ Tegning af kapitalandele ved en kapitalforhøjelse kan efter omstændighederne ske til favørkurs.²³⁹ Denne mulighed finder også anvendelse i forhold til selvfinansiering, idet SL § 209 ikke indebærer et generelt forbud imod dette.²⁴⁰

I forbindelse med behandlingen af lovforslaget til SL²⁴¹ blev økonomi- og erhvervsministeren bedt om at redegøre for det selskabsretlige indhold af begrebet ”sædvanlige markedsvilkår”.²⁴² Ifølge ministerens svar skal begrebet forstås, således at selskabet skal yde lånet på samme betingelser med hensyn til forrentning, løbetid, afvikling og sikkerhedsstillelse, som en uafhængig kreditor ville tilbyde den pågældende låntager ud fra en vurdering af låntagerens kreditværdighed og risikoen ved det pågældende lån. Af betænkningen fremgår ligeledes, at midlerne kun bør stilles til rådighed, hvis også en professionel långiver ville være villig hertil.²⁴³ Dette er dog ikke gentaget i bemærkningerne.²⁴⁴ Lerche-Gredal &

²³¹ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 209.

²³² De specielle bemærkninger til § 209 i lov nr. 470/2009 (som fremsat)

²³³ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1025.

²³⁴ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 209.

²³⁵ Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomheds-overdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 26.

²³⁶ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1025.

²³⁷ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1025.

²³⁸ Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomheds-overdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 26.

²³⁹ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave/1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 226 f.

²⁴⁰ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1025.

²⁴¹ L 170 Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (SL).

²⁴² Besvarelse af spørgsmål 4 ad L 170 og L 171 stillet af Erhvervsudvalget den 20. april 2009 efter ønske fra Karsten Hønge (SF).

²⁴³ Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1024.

²⁴⁴ De specielle bemærkninger til lov nr. 470/2009 (som fremsat)

Bang antager i overensstemmelse med betænkningen, at bestemmelsen indebærer, at selvfinansiering skal ydes på samme betingelser, som en uafhængig kreditor ville tilbyde.²⁴⁵ Hvis dette er tilfældet, mister undtagelsen om lovlig selvfinansiering en del af sin glans, idet modparten da lige så godt kan optage finansieringen hos pågældende kreditor.²⁴⁶ Anvendeligheden af reglerne om lovlig selvfinansiering vil herefter drastisk formindskes. Med henvisning til bestemmelsens sigte – beskyttelse af kreditorerne og hindring af majoritetsmisbrug – når Krüger Andersen til den konklusion, at det ikke kræves, at tilsvarende vilkår faktisk kan opnås i markedet. Eksempelvis kan det tænkes, at det under den nuværende finanskrise ikke er muligt at opnå finansiering af en virksomhedsovertagelse, men at det selskab, der skal overtages, selv er i stand til at medvirke til finansiering af transaktionen. Heri er der intet odiøst.²⁴⁷

Mens det umiddelbart skulle være muligt at fastlægge markedsrenten nogenlunde objektivt, må en eventuel sikkerhedsstillelse undergå en individuel vurdering.²⁴⁸ Sikkerhedsstillelsens omfang hænger omvendt proportionalt sammen med modpartens kreditværdighed, og der må herefter ikke være diskrepans mellem de to størrelser, dvs. at den ydede finansiering fra selskabet er tilstrækkeligt sikret sammenholdt med selskabets risiko og markedets forhold i øvrigt.²⁴⁹

Alternative kriterier for vurdering af, hvorvidt en selvfinansiering er i overensstemmelse med markedsvilkårene, kan være de vilkår, som lovlig selvfinansiering sædvanligvis ydes på eller de vilkår, som koncernselskaber sædvanligvis yder lån til, kautionerer og stiller sikkerhed for hinanden på. Disse kriterier er dog delvis cirkulære og udvander i et eller andet omfang betingelsen om sædvanlige markedsvilkår.²⁵⁰

2.5.1.1 Skatteretlig vurdering af markedsvilkår

Ministerens svar, jf. ovenfor, hvorefter sædvanlige markedsvilkår er de vilkår, en uafhængig kreditor ville tilbyde, leder tankerne hen på det, der inden for skatteretten kaldes ”arm’s length princippet”, hvorefter der ved såkaldt ”kontrollerede transaktioner”, dvs. transaktioner mellem nærmere bestemte interesseforbundne parter,²⁵¹ skal anvendes priser og vilkår i overensstemmelse med, hvad der kunne være opnået, hvis transaktionerne var afsluttet mellem uafhængige parter.²⁵² Princippet omfatter alle forbindelser mellem parterne, herunder låneforhold.²⁵³ Således også foreslået af Svensson & Krarup efter henvendelse til Erhvervs- og

²⁴⁵ Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomheds-overdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 26.

²⁴⁶ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 299.

²⁴⁷ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 282. Se også Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107. s. 100, der på linje hermed påpeger uhensigtsmæssigheden i at tillægge bankernes rentesats afgørende vægt, idet denne på påvirkes af lav- hhv. højkonjunktur.

²⁴⁸ Andersen, Paul Krüger & Sørensen, Karsten Engsig: Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? NTS 2005:3 side 61-74, s. 65.

²⁴⁹ Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb - muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010, s. 50.

²⁵⁰ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 299.

²⁵¹ Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2011/12, 13. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 368.

²⁵² Hansen, Johannes Egholm og Lundgren, Christian under medvirken af Nørremark, Michael: Køb og salg af virksomheder, 4. udgave, 1. oplag. Nyt Juridisk Forlag 2009, s. 306.

²⁵³ Ligningsvejledningen; Selskaber og aktionærer 2012-1, S.1.1.3.2

Selskabsstyrelsen, hvor styrelsen udtalte følgende vedrørende markedsvilkår: ”I udvalgsarbejdet blev der lagt vægt på, at det typisk vil være skattemyndighederne, der foretager vurderingen...” De påpeger, at SL er under Erhvervs- og Selskabsstyrelsens ressortområde, hvorefter styrelsens vurdering af, hvad der udgør markedsvilkår, bliver afgørende.²⁵⁴ En yderligere mulighed er således at finde inspiration i den skatteretlige vurdering af markedsvilkår.

Arm’s length princippet er lovfæstet ved ligningslovens (LL) § 2, og denne bestemmelse hjemler adgang til skattemæssig korrektion af vilkårene for transaktioner mellem interesseforbundne parter, hvis disses indbyrdes handels- eller finanstransaktioner afviger fra markedsvilkår.²⁵⁵ Ved skattemæssig korrektion forstås, at man i skatteretlig sammenhæng i bestemte situationer nægter at anerkende de værdier, hvortil parterne selv har handlet, og i stedet sætter en objektiv markedsværdi på den parts ydelse, som findes at have været for lav eller for høj i forhold til den virkelige værdi af den anden parts ydelse.²⁵⁶ Dette gøres ved en sammenligning mellem den disposition, som de facto er foretaget og den hertil svarende hypotetiske markedsmæssige disposition.²⁵⁷ Fastlæggelsen af et armslængdeprincip indebærer derfor samtidig et skøn over markedsprisen.²⁵⁸ Ved lån mellem interesseforbundne parter skal der således ske korrektion af renten (rentekorrektion/rentefiksering), såfremt den fastsatte rente ikke svarer til den rente, som uafhængige parter ville have fastsat i en tilsvarende situation.²⁵⁹ Rentekorrektion indebærer, at der fastsættes en rente svarende til markedrenten, dvs. *den rente, som to uafhængige parter ville have fastsat i et tilsvarende låneforhold*.²⁶⁰ I denne vurdering skal der tages højde for lånets relevante karakteristika, dvs. størrelse, løbetid, den stillede sikkerhed og låntagers kreditværdighed mv.²⁶¹

I praksis ses adskillige eksempler på afgørelser i relation til LL § 2, der vedrører fiksering af rente i tilfælde, hvor der i låneforhold med interessefællesskab ikke er aftalt forrentning eller fastsat en efter skattemyndighedernes opfattelse for lav rente. Ofte er renten blevet ændret til diskontoen + 4 %.²⁶² En sådan fiksering blev foretaget af skattemyndighederne i TfS2009.963V, hvor pengeoverførsler, foretaget af et dansk selskab til interesseforbundne rumænske selskaber til finansiering af vin, blev anset for et usikret lån, hvor rentefriheden ikke var forretningsmæssigt begrundet. Landsretten bemærkede, at skattemyndighederne havde foretaget en konkret vurdering af aftalegrundlaget og de øvrige omstændigheder

²⁵⁴ Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97–107, s.98.

²⁵⁵ Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2011/12, 13. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 368.

²⁵⁶ Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2011/12, 13. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 365 f.

²⁵⁷ Wittendorff, Jens: Armslængdeprincippet i dansk og international skatteret. 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2009, s. 35.

²⁵⁸ Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2011/12, 13. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 366.

²⁵⁹ Ligningsvejledningen; Selskaber og aktionærer 2012-1, S.I.1.3.2

²⁶⁰ Ligningsvejledningen; Selskaber og aktionærer 2012-1, S.I.1.3.2

²⁶¹ Toftemark, Kasper og Lindhold, Pernille: Skattemæssig behandling af finansielle transaktioner. Første del – nyt udgangspunkt for rentefiksering. TfS 2009, 277, s. 277.

²⁶² Karnovs lovsamling note 2 til LL § 2. Se yderligere f.eks. SKM 2003.109 LSR (rente fikseret på diskontoen + 4 %), U2007.3040H (renten fastsattes til diskonto + 4 %) og TfS 2011.29 Ø (Ikke grundlag for at tilsidesætte den fikserede rentesats på diskontoen + 4 %, bl.a. fordi en erklæring fra sagsøgerens bank ikke gav grundlag for at fastslå, at selskabet uafhængigt af sagsøgeren kunne have opnået et tilsvarende lån til en væsentlig lavere rente end den af myndighederne fastsatte).

for at kunne skønne over størrelsen af rentefoden. Selskabet havde indhentet en udtalelse om lånevilkår fra Danske Bank, men idet den i udtalelsen oplyste rente forudsatte, at selskabet kautionerede for lånet, fandt retten det ikke dokumenteret, at det rumænske debitorselskab kunne have opnået et lån til en væsentligt lavere rente end fastsat af skattemyndighederne. På denne baggrund godkendtes skattemyndighedernes skøn, hvorefter renten ”i overensstemmelse med udgangspunktet i praksis” var ansat til diskontoen + 4%.

I TfS 2009.232 Ø godkendtes skattemyndighedernes rentefiksering på diskontoen + 4 %. Skatteyderen havde sammen med sin mand udlånt ca. 1,1 mio. kr. til deres fælles anpartsselskab. Lånet var uforrentet, ligesom der heller ikke var stillet sikkerhed for lånet. Landsretten mente, at skattemyndighedernes behandling af sagen havde været behæftet med fejl, idet skattemyndighederne ikke havde foretaget *et sådant individuelt skøn*, som krævedes efter en ændring af Ligningsvejledningen foretaget for indkomståret 2001 og senere. Dog var der i den konkrete sag optaget et lån hos en ekstern långiver til en højere rente, og den skønsmæssige fastsættelse af renten kunne ikke anses for urimelig. Derved forelå der ikke en så væsentlig mangel ved skattemyndighedernes behandling af sagen, at det kunne begrunde en hjemvisning af sagen.

Det er yderligere væsentligt at bemærke, at der ikke foretages korrektion, hvis parterne kan dokumentere, at der er en forretningsmæssig begrundelse for at aftale rentefrihed eller en lav rente, f.eks. selskabets forbigående økonomiske vanskeligheder, jf. U2008.697H.²⁶³

Ved vurderingen af, hvorvidt et lån er foretaget i overensstemmelse med markedsvilkår, lægger domstolene således vægt på, om renten og lånets øvrige vilkår, herunder f.eks. sikkerhedsstillelse og soliditet, svarer til de vilkår, der anvendes mellem uafhængige parter. Det er afgørende, at der foretages en individuel vurdering, og således er det kun i sager, hvor en sådan individuel vurdering undtagelsesvis ikke er mulig, at den i praksis anvendte sats på diskontoen + 4 % kan anvendes.²⁶⁴ Endeligt accepteres vilkår, der for en umiddelbar betragtning ikke er i overensstemmelse med markedsvilkårene, hvis parterne kan dokumentere, at der er en forretningsmæssig begrundelse for disse.

Det er således ikke givet, hvorledes det nærmere skal vurderes, hvorvidt en selvfinansiering ydes på sædvanlige markedsvilkår. Herefter er det centrale ledelsesorgan overladt et temmelig frit skøn.²⁶⁵ Kravet kan indebære, at ledelsen må forlange sikkerhed for lånet/kautionen f.eks. pant i de kapitalandele, som erhverves som led i selvfinansieringen,²⁶⁶ hvilket imidlertid er betænkeligt, fordi en eventuel misligholdelse fra erhververens side kan reducere selskabets egenkapital og dermed kapitalandelens værdi, hvilket igen bevirker, at også pantets værdi redu-

²⁶³ Højesteret fandt at en hovedanpartshavers undladelse af at opkræve renter pga. selskabets økonomiske vanskeligheder var udtryk for henstand og ikke rentefrihed, og en sådan ordning ville også forekomme regelmæssigt mellem uafhængige parter. Herefter var der ikke grundlag for at foretage korrektion efter LL § 2.

²⁶⁴ Ligningsvejledningen; Selskaber og aktionærer 2012-1, S.I.1.3.2. Se også Toftemark, Kasper og Lindhold, Pernille: Skattemæssig behandling af finansielle transaktioner. Første del – nyt udgangspunkt for rentefiksering. TfS 2009, 277, som analyserer og sammenfatter praksis vedrørende rentefiksering efter indførelsen af LL § 2.

²⁶⁵ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 299.

²⁶⁶ Jensen, Kjellegaard Nils: Selskabsretlig håndbog – u-/lovligt kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, 1. oplag. Nyt Juridisk Forlag 2010, s. 223.

ceres.²⁶⁷ På linje hermed antager Kure, at selskabet som udgangspunkt skal have en modydelse, som nogenlunde modsvarer værdien af den ydede finansiering til gengæld for ydelsen af selvfinansiering. Dette kan dog særligt ved kaution og sikkerhedsstillelse vise sig særdeles vanskeligt at opfylde.²⁶⁸ I praksis må det være afgørende, om ledelsen kan dokumentere, at vilkårene for selvfinansieringen har været genstand for ledelsens vurdering, og at det herefter rimeligvis kunne konkluderes, at vilkårene var sædvanlige på tidspunktet for beslutningen om at yde selvfinansiering.²⁶⁹

3. Selvfinansieringens gennemførelse

3.1 Selvfinansiering af erhvervelse af kapitalandele eller selvfinansiering af rettet emission

Selvfinansiering kan angå allerede udstedte kapitalandele, som overdrages, eller tegning af kapitalandele som led i en kapitalforhøjelse.²⁷⁰ Et selskab kan følgelig beslutte at selvfinansiere en kapitalejers eller tredjemands erhvervelse af kapitalandele eller at selvfinansiere en rettet emission,²⁷¹ hvorved forstås en kapitalforhøjelse, hvor de eksisterende kapitalejeres fortegningsret fraviges (jf. straks nedenfor) til fordel for den kapitalejer eller tredjemand (eller en kreds af disse), som skal modtage den økonomiske bistand.²⁷² Der er således tale om kapitaludvidelser, hvor selskabet ønsker at tiltrække kapital på anden måde end ved en proportional udvidelse tegnet af de nuværende kapitalejere.²⁷³ Idet selskabets vedtægter skal angive selskabskapitalens størrelse, jf. SL § 28, nr. 3, kræver en kapitalforhøjelse en ændring af vedtægterne, som kun kan gennemføres på grundlag af en generalforsamlingsbeslutning,²⁷⁴ der er truffet med vedtægtsændringsmajoritet, dvs. 2/3 både af de afgivne stemmer og af den repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, jf. SL § § 154 og 106, stk. 1.²⁷⁵

Eksisterende kapitalejere har ved en kontant kapitalforhøjelse som udgangspunkt ret til at tegne en andel af de nye kapitalandele, som forholdsmæssigt svarer til deres hidtidige andel af selskabskapitalen, jf. SL § 162, stk. 1.²⁷⁶ Fortegningsretten er ikke en individualret, og den kan følgelig fraviges ved majoritetsbeslut-

²⁶⁷ Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184, s. 181.

²⁶⁸ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 299.

²⁶⁹ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 299.

²⁷⁰ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 418.

²⁷¹ Tidemand & Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til SLs regler om selvfinansiering og egne aktier. Justitia 2011, nr. 32, s. 3-47, s. 25 ff.

²⁷² Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Introduktion til dansk selskabsret I, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2010, s. 127.

²⁷³ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 228.

²⁷⁴ Jf. dog den praktisk vigtige bestemmelse i SL § 155, hvorefter det centrale ledelsesorgan kan bemyndiges til i et bestemt afgrænset tidsrum og inden for et maksimumbeløb at gennemføre kapitalforhøjelser ved aktietegning, jf. Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 217.

²⁷⁵ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 207.

²⁷⁶ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 358.

ning.²⁷⁷ Generalforsamlingen kan således konkret beslutte, at bestemte personer som led i en rettet emission skal have fortegningsret til de nye kapitalandele, jf. SL § 162, stk. 2.²⁷⁸ Hertil kræves sædvanlig vedtægtsmajoritet efter SL § 106, stk. 1. Der kan i selskabets vedtægter optages skærpede krav til vedtagelse af en fravigelse af fortegningsretten, og hvis der i vedtægterne er sådanne særlige majoritets- og/eller quorumforskrifter vedrørende alle vedtægtsændringer eller specifikt vedrørende kapitalforhøjelser, skal disse særlige krav opfyldes i tillæg til det dobbelte lovmæssige 2/3-krav.²⁷⁹ Det kan således f.eks. bestemmes i vedtægterne, at en fravigelse af fortegningsretten kræver samtykke fra samtlige de kapitalejere, hvis fortegningsret berøres, uanset at fravigelsen af fortegningsretten sker til fordel for en eller flere, men ikke alle eksisterende kapitalejere.²⁸⁰

Muligheden for at fravige fortegningsretten ved generalforsamlingsbeslutning begrænses i kraft af SLs regler om kapitalejernes ligestilling og minoritetsbeskyttelse.²⁸¹ Således vil generalklausulen i SL § 108 efter omstændighederne kunne finde anvendelse, hvis enkelte kapitalejeres fortegningsret begrænses, og lighedsgrundsætningen i SL § 45 må ligeledes iagttages.²⁸² Af disse grundsætninger følger bl.a., at samtlige kapitalejere har ret til ligelig andel i en økonomisk fordel, som udstedelsen måtte repræsentere, og fortegningsretten kan således normalt kun fraviges, hvis udvidelsen tegnes til markedskurs.²⁸³ Lighedsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt., foreskriver, at alle kapitalejere i samme situation skal behandles lige. For en umiddelbar betragtning kunne denne bestemmelse indebære, at samtlige kapitalejere eller ingen af kapitalejerne skal have fortegningsret, og at en fravigelse til fordel for en eller flere bestemte kapitalejere således ikke er mulig. SL § 162, stk. 2, giver dog netop mulighed for at fravige fortegningsretten uden tillige at indeholde en sådan begrænsning.²⁸⁴ I medfør af generalklausulen i SL § 108 må fravigelsen af fortegningsretten ikke udgøre en utilbørlig fordel for visse kapitalejere eller andre på andre kapitalejeres bekostning.²⁸⁵ Generalklausulens virkefelt må dog begrænses til dispositioner, der klart flytter værdier fra et mindretal eller fra selskabet til flertallet.²⁸⁶

De selskabsretlige minoritetsbeskyttelsesregler indebærer yderligere, at en emission altid skal ske til fordel for selskabet, og f.eks. ikke med det sigte at forrykke forholdet mellem kapitalejerne.²⁸⁷ Heraf følger, at en fravigelse i medfør af SL § 162, stk. 2, kun kan ske i det omfang, fravigelsen tjener en almen selskabsinte-

²⁷⁷ De specielle bemærkninger til § 162 i lov nr. 470/2009 (som fremsat).

²⁷⁸ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 162, stk. 2.

²⁷⁹ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 162, stk. 2.

²⁸⁰ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 162, note 4.

²⁸¹ Gomard, Bernhard: Aktieselskaber & Anpartsselskaber, 5. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2006, s. 157.

²⁸² De specielle bemærkninger til § 162 i lov nr. 470/2009 (som fremsat).

²⁸³ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 228.

²⁸⁴ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 360 f.

²⁸⁵ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Introduktion til dansk selskabsret I, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2010, s. 127.

²⁸⁶ Gomard, Bernhard: Aktieselskaber & Anpartsselskaber, 5. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2006, s. 159.

²⁸⁷ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 228.

resse. Det er formentlig sjældent, at en rettet emission vil udgøre en utilbørlig krænkelse af en minoritet.²⁸⁸ En rettet emission kan f.eks. give et selskab mulighed for at tilknytte en bestemt samarbejdspartner eller en investor eller kreds heraf eller blot mulighed for at opnå de bedste vilkår for kapitaltilførsel.²⁸⁹ Hvad der tjener selskabet hører som udgangspunkt ind under generalforsamlingsflertallets kompetence, og i kraft af kravet om sædvanlig vedtægtsmajoritet i SL § 162 må generalforsamlingen være tildelt et betydeligt skøn, når den skal foretage denne vurdering.²⁹⁰ Det vil dog normalt være i strid med minoritetsbeskyttelsesreglerne, såfremt den rettede emission forfølger en majoritetsejers interesse i at styrke sin magtstilling i selskabet, herunder at opnå eller befæste et flertal eller bringe en minoritet ned under en vis procentgrænse.²⁹¹ En sådan forøgelse af en kapitalejers ejerandel kan muliggøre udnyttelse af indløsningsreglerne efter SL § 70 eller umuliggøre udøvelse af minoritetsbeføjelser, der kræver besiddelse af en bestemt kapitalandel.

En rettet emission vil enten medføre indtræden af endnu en kapitalejer i ejerkredsen eller en forøgelse af en eksisterende kapitalejers ejerandel.²⁹² Dette vil medføre en forskydning af kapitalejernes indbyrdes stilling eller en udvanding af de eksisterende kapitalejeres position. En beslutning om kapitalforhøjelse kan således på den ene side fremtræde som fordelagtig for selskabet og samtidig på den anden side medføre ændringer i kapitalejernes indflydelse i selsskabet. En vudering af, hvorvidt en kapitalforhøjelse herefter skal anses for en beslutning, der ligger inden for generalforsamlingsflertallets kompetence eller som et forsøg på at tiltvinge sig uberettigede fordele, kan således være ganske vanskelig at foretage.²⁹³ På baggrund af den såkaldte Vølund-sag fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen var der i praksis usikkerhed om rettede emissioner og om, hvorvidt disse kunne foretages til fordel for en eksisterende kapitalejer.²⁹⁴ I sagen nåede Erhvervs- og Selskabsstyrelsen til det resultat, at lighedsgrundsætningen indebar, at en rettet emission til fordel for en eksisterende kapitalejer krævede samtlige andre kapitalejeres samtykke.²⁹⁵ Dette synspunkt blev dog senere forladt, og med SL § 162, stk. 2, er det nu lovfæstet, at fortegningsretten kan fraviges ved generalforsamlingens konkrete beslutning med det fornødne kvalificerede flertal.²⁹⁶ I medfør af U1991.180H²⁹⁷ accepteres det i praksis, at et selskab, som ønsker at gennemføre

²⁸⁸ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 233.

²⁸⁹ Gomard, Bernhard: Aktieselskaber & Anpartsselskaber, 5. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2006, s. 157.

²⁹⁰ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 230 f.

²⁹¹ Gomard, Bernhard: Aktieselskaber & Anpartsselskaber, 5. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2006, s. 159.

²⁹² Tidemand & Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til SLs regler om selvfinansiering og egne aktier. Justitia 2011, nr. 32, s. 3–47, s. 26.

²⁹³ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 229.

²⁹⁴ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 232.

²⁹⁵ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 361.

²⁹⁶ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 232.

²⁹⁷ I sagen ønskede en bank at gennemføre en betydelig kapitalforhøjelse ved en rettet emission. Ved på denne måde at udvande de eksisterende kapitalejeres ejerandele, kunne man hindre en storaktionær i at overtage banken. Storaktionæren hævdede, at kapitaludvidelsen var bestemt af usaglige hensyn, nemlig at fratage storaktionæren dennes indflydelse. Retten lagde bl.a. vægt på, at banken var et lokalt pengeinstitut, som ønskede at

defensive foranstaltninger mod en fjendtlig overtagelse, benytter en rettet emission som middel til at udvande visse kapitalejeres ejerandele. Generalforsamlingsflertallets kompetence omfatter således beslutninger om karakter og udviklingsretning, og fortegningsretten bør ikke hindre dette.²⁹⁸ Vurderingen af, om en beslutning om rettet emission ligger inden for generalforsamlingsflertallets kompetence, må følgelig fortages konkret i lyset af emissionens formål.²⁹⁹

Bestemmelserne vedrørende fortegningsret er udtryk for en afvejning af hensynet til på den ene side den enkelte kapitalejers interesse i at kunne bevare sin forholdsmæssige andel i selskabet og på den anden side selskabets interesse i f.eks. at kunne knytte en strategisk interessant ny kapitalejer til sig.³⁰⁰ En kapitalejers procentvise ejerandel og dermed de stemmer, der kan udøves på selskabets kapitalandele, er afgørende for udøvelsen af visse beføjelser: f.eks. muligheden for at blokere for vedtægtsændringer i medfør af SL § 106 eller en minoritetskapitalejers mulighed for at indkalde til ekstraordinær generalforsamling i medfør af SL § 89, stk. 3. Ejer en kapitalejer mere end 9/10 af kapitalandelene i selskabet, kan denne tvangsindløse de øvrige kapitalejere i medfør af SL § 70, stk. 1. Både en majoritets- og en minoritetskapitalejer har således en berettiget interesse i at bevare deres forholdsmæssige ejerandel.³⁰¹ I overensstemmelse hermed anføres i betænkning nr. 540/1969, s. 81, at selvom fortegningsretten ikke har karakter af en umistelig individualret, er den dog et betydningsfuldt led i det system af rettigheder og beføjelser, der efter lighedssgrundsætningen normalt må tilkomme enhver kapitalejer.

Lovgiver har valgt at lade selskabets interesser veje tungest, når generalforsamlingen med vedtægtsmajoritet beslutter at fravige fortegningsretten.³⁰² Det nærmere indhold af beslutningen om kapitalforhøjelse kan imidlertid påvirke denne afvejning af hensyn, således at sædvanlig vedtægtsmajoritet ikke længere er tilstrækkeligt til vedtagelse af beslutningen. Fastlæggelsen af det fornødne majoritetskrav afhænger således af to parametre: For det første hvorvidt kapitalforhøjelsen sker til markedskurs eller favørkurs, og for det andet om fravigelsen af de eksisterende kapitalejeres fortegningsret sker til fordel for en eller flere af eksisterende kapitalejere eller tredjemand.³⁰³

Tegnes kapitalandelene til markedskurs, er der ingen, der nyder særlige fordele.³⁰⁴ Herefter skal blot det almindelige majoritetskrav, der gælder for vedtægtsændringer, iagttages – uanset om fravigelsen sker til fordel for visse eksisterende

være repræsenteret af en bred kreds af småaktionærer. Dette var et legitimt loyalt hensyn, og kapitalforhøjelsen var herefter ikke i strid med aktieselskabslovens § 80 (nu SL § 108).

²⁹⁸ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 231.

²⁹⁹ Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 229.

³⁰⁰ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 360.

³⁰¹ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 230 f.

³⁰² Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 360.

³⁰³ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 162, note 4.

³⁰⁴ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 360.

kapitalejere eller tredjemand, jf. SL § 154, stk. 2, jf. SL §§ 106 og 162, stk. 2.³⁰⁵ Det er naturligvis yderligere et krav, at vedtagelseskravet for selvfinansieringsbeslutningen i SL § 207, stk. 2, er opfyldt. Opfyldes disse vedtagelseskrav, kan en majoritetskapitalejer, som besidder mere end 2/3 af kapitalen, således vedtage selvfinansiering af en rettet kapitalforhøjelse til markedskurs til en for majoriteten fordelagtig person(kreds).³⁰⁶

Hvis kapitalforhøjelsen sker til favørkurs³⁰⁷, afhænger majoritetskravet af, hvem fravigelsen af de eksisterende kapitalejeres fortegningsret sker til fordel for.³⁰⁸ Det er det centrale ledelsesorgans ansvar at vurdere, om der er tale om markedskurs eller favørkurs.³⁰⁹ I forbindelse med en konkret sag har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen udtalt, at det centrale ledelsesorgan ved sin vurdering bør lægge vægt på udbuddets størrelse, den branche selskabet er i, hvordan kapitalen forhøjes, og i hvilket land udbuddet sker. Yderligere må der lægges vægt på, hvor lang en periode kursberegningen er for, at der bliver fastsat en minimumskurs, som udbuddet ikke må komme under, og at tegningen sker i tidsmæssig nær sammenhæng med tegningsindikationsperioden.³¹⁰ Ledelsen må således foretage en konkret vurdering, som baseres på ledelsens indgående kendskab til selskabet. Af samme årsag er det ikke muligt at opnå en vejledende udtalelse om fastlæggelse af markedskurs for selskabet fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, idet styrelsen ikke besidder den fornødne viden om selskabet.³¹¹

Vedrører selvfinansieringen tredjemands tegning af kapitalandele, og sker tegningen til favørkurs, skærpes vedtagelseskravene til 9/10-flertal efter § 107, stk. 2, nr. 1, om vedtægtsændringer, hvorved kapitalejernes ret til udbytte eller udlodning formindskes.³¹² Synspunktet bag denne skærpelse er, at såfremt et så massivt flertal som 9/10 tiltræder et forslag om at lade tredjemand tegne kapitalandele i selskabet til favørkurs, har det formodningen for sig, at dette er i selskabets interesse, og en enkelt kapital ejer bør derfor som udgangspunkt ikke kunne modsætte sig dispositionen.³¹³ Det bemærkes, at en minoritetskapitalejer i medfør af SL § 110, kan kræve sig indløst, såfremt han har modsat sig en beslutning om kapitalforhøjelse.³¹⁴

Vedrører selvfinansieringen derimod en eller flere eksisterende kapitalejeres tegning af kapitalandele til favørkurs, vil dette utvivlsomt være i strid med lig-

³⁰⁵ Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 162, stk. 2.

³⁰⁶ Tidemand & Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til SLs regler om selvfinansiering og egne aktier. Justitia 2011, nr. 32, s. 3-47, s. 28.

³⁰⁷ Dvs. at kapitalandelene udbydes til en tegningskurs, som på tidspunktet for tegningen ligger under markedskursen for selskabets eksisterende kapitalandele, jf. Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Introduktion til dansk selskabsret I, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2010, s. 125.

³⁰⁸ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 162, note 4.

³⁰⁹ De specielle bemærkninger til § 162 i lov nr. 470/2009 (som fremsat).

³¹⁰ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 162, note 4.

³¹¹ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 162, note 4.

³¹² Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 162, stk. 2.

³¹³ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 362.

³¹⁴ Tidemand & Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til SLs regler om selvfinansiering og egne aktier. Justitia 2011, nr. 32, s. 3-47, s. 28.

hedsgrundsætningen i § 45.³¹⁵ Overtrædelsen af SL § 45 består deri, at de kapital lejere, som ikke får mulighed for at tegne de nye kapitalandele til favørkurs, i medfør af kapitalforhøjelsen mister værdier, som tilgår andre kapitalejere.³¹⁶ Der er således tale om en forskelsbehandling af kapitalejerne. En sådan beslutning kan derfor kun træffes med samtykke fra samtlige de kapitalejere, der afskæres fra at tegne en forholdsmæssig andel af de kapitalandele, som udbydes til favørkurs, og som derfor får deres stilling forringet.³¹⁷ Ved at undlade at samtykke vil minoritetskapitalejere således kunne forhindre en beslutning om selvfinansiering ved rettet kapitalforhøjelse til en kapitalejer til favørkurs.³¹⁸

3.2 Efterfinansiering

Det absolutte forbud mod selvfinansiering har foranlediget en praksis i forbindelse med virksomhedsovertagelser, hvor køberen gældsætter sig for at præstere købesummen, og hvor køberens gæld efterfølgende nedbringes med udbytte fra selskabet³¹⁹ - *efterfinansiering*.³²⁰ Kapitalbeskyttelsesreglerne, herunder reglerne om udbytte, har, i kraft af deres egenskab af *lex specialis*, forrang for bestemmelserne om selvfinansiering.³²¹ Herefter vil udbetaling af udbytte til nye kapitalejere efter erhvervelse af kapitalandele ikke være omfattet af forbuddet,³²² og efterfinansiering gennem udbytte vil derfor fortsat være en brugbar fremgangsmåde.³²³ Efterfinansiering er som model simpel og velafprøvet i praksis, og en kapitalejers anvendelse af de udbetalte midler til at nedbringe akkvisitionslånet gør ikke udbyttebetalingen ulovlig, uanset om anvendelsen var forudsat på erhvervelsstedspunktet eller ej.³²⁴ En efterfinansiering er dog ikke ubetinget at foretrække, idet et selskabs udlodning af udbytte indebærer, at selskabets egenkapital bliver reduceret med et beløb svarende til det udloddede.³²⁵ Gennemføres en finansiering i stedet ved, at selskabet yder et lån til tredjemand, opnår selskabet en fordring mod låntageren, hvorfor selskabets egenkapital ikke reduceres.³²⁶ Den samme fordel opnås ved selskabets selvfinansiering ved sikkerhedsstillelse, idet der ikke herved sker en umiddelbar kapitalafgang.³²⁷ Selskabets kreditorer vil ved

³¹⁵ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 227.

³¹⁶ Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009, s. 361.

³¹⁷ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 162, note 4.

³¹⁸ Tidemand & Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til SLs regler om selvfinansiering og egne aktier. *Justitia* 2011, nr. 32, s. 3-47, s. 27.

³¹⁹ Werlauff, Erik: Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2010, s. 277.

³²⁰ Som formuleret af Werlauff i U2001B.381, s. 382 ff.

³²¹ Werlauff, Erik: Selvfinansieringsforbud contra *lex specialis*, U.2006B.365, s. 366 f. For så vidt angår udbytte, er dette nu fastslået i U2006.145H, hvor Højesteret udtalte, at der ikke forelå en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering, såfremt et selskab efter overtagelse udlodder udbytte til erhververen, uanset om midlerne anvendes til at afdrage på akkvisitionsgælden.

³²² Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 1022.

³²³ Werlauff, Erik: Selskabers kapital – konsekvenser af selskabsreformen 2009/10, UFR 2009B. S. 143ff., s. 146. For en sammenholdelse af selvfinansiering og efterfinansiering se Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? *Erhvervsjuridisk Tidsskrift* nr. 3 2007, s. 175-184.

³²⁴ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 301.

³²⁵ Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig (Red.): Den nye selskabslov, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009. Werlauff, Erik: Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2010, s. 296.

³²⁶ Hansen, Søren Friis & Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapitalselskaber, 3. udgave/1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011, s. 315.

³²⁷ Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomheds-overdragelser. *Inspi* nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 27.

anvendelse af selvfinansieringsmodellen således efter omstændighederne være bedre stillet.

4. Tidspunktet for iagttagelse af betingelserne

Det må overvejes på hvilket tidspunkt, whitewash-proceduren skal foretages, for at selvfinansieringen lovligt kan ydes. Det kan på den ene side anføres, at en formålsfortolkning må være afgørende. Svensson & Krarup antager således under henvisning til betingelsen om, at selvfinansiering skal ske på markedsvilkår, at når sigtet med lempelsen af selvfinansieringsforbuddet er mere smidige vilkår for erhvervslivet, må tidspunktet for iagttagelse af betingelserne ses i lyset af det aktuelle marked. Herefter vil det være tilstrækkeligt, såfremt betingelserne bliver opfyldt umiddelbart efter, at dispositionen har fundet sted. Det afgørende er, at betingelserne opfyldes i nær tidsmæssig tilknytning til dispositionen.³²⁸ I overensstemmelse hermed vurderer Kjellegaard Jensen, at formålsbetragtninger må veje tungest, og at den økonomiske bistand følgelig må kunne anvendes som lovlig efterfinansiering på linje med efterfinansiering via lovligt udbytte mv.³²⁹ På den anden side er det svært at komme uden om ordlyden af SL § 207, stk. 1. Det fremgår således direkte af bestemmelsen, at generalforsamlingens godkendelse skal foreligge, før der kan ydes økonomisk bistand. Der synes ikke at være hjemmel til, at generalforsamlingen efterfølgende kan ratihabere beslutningen, hvorfor det må fastholdes, at selskabet ikke kan yde lovlig selvfinansiering, før generalforsamlingen har godkendt dette.³³⁰ Det er tilstrækkeligt, at generalforsamlingens godkendelse foreligger, og selskabet behøver ikke at afvente offentliggørelsen af ledelsens redegørelse.³³¹

Hvorvidt selvfinansiering alene lovligt kan ydes forinden tredjemands erhvervelse af kapitalandelene, eller om generalforsamlingens efterfølgende beslutning herom er tilstrækkelig, f.eks. i forbindelse med en refinansiering af koncernens gæld, fremgår ikke af ændringsdirektivet, SL eller forarbejderne hertil.³³² Dette kan tages til indtægt for, at der ikke er noget til hinder for, at et selskab lovligt yder selvfinansiering efter tredjemands erhvervelse af selskabets kapitalandele. Dette synspunkt understøttes af, at selvfinansieringsforbuddet i SL § 206, stk. 1, finder anvendelse også efter tredjemands erhvervelse af kapitalandelene, og en efterfølgende finansiering kan omfattes af forbuddet, medmindre dispositionen udgør lovlig efter- eller selvfinansiering. Herefter må undtagelsen om lovlig selvfinansiering have samme anvendelsesområde som forbuddet, og lovlig selvfinansiering må således kunne ydes, så længe finansieringen ellers ville være omfattet af det generelle forbud.³³³

³²⁸ Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97–107, s. 103.

³²⁹ Jensen, Kjellegaard Nils: Selskabsretlig håndbog – u-/lovligt kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, 1. oplag. Nyt Juridisk Forlag 2010, s. 226.

³³⁰ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 300.

³³¹ Bunch, Lars & Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010, § 207, note 2.

³³² Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 300.

³³³ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 300.

5. Sammenfatning

Whitewash-proceduren udgør, som ovenstående viser, en meget omfattende proces. En så omfattende proces vil vise sig omkostningsfuld og tidskrævende for selskaberne. Hertil kommer ikke mindst den usikkerhed, der gør sig gældende ved den faktiske vurdering af selskabsinteressen, markedsvilkårene og modtagerens kreditværdighed samt, at den faktiske opfyldelse af disse betingelser kan vise sig vanskelige at opfylde i praksis. F.eks. synes det særdeles tvivlsomt, om en selvfinansiering nogensinde vil være i selskabets interesse. Denne tvivl bestrykes af, at det ikke forekommer klart, hvad selskabsinteressen nærmere består af. Lige så uklart er kravet om kreditvurdering. Når dette sammenholdes med det personlige ansvar, ledelsen skal påtage sig ved ydelsen af lovlig selvfinansiering, bliver den nye mulighed for lovlig selvfinansiering væsentlig mindre attraktiv. Det synes usandsynligt, at medlemmerne af ledelsen er villige til at påtage sig et personligt ansvar for en disposition, hvis lovlighed er så usikkerhedsbehæftet, som lovlig selvfinansiering er. Hertil kommer kravet om offentliggørelse af kapitalandelenes pris, hvilket for mange selskaber kan betyde, at selvfinansiering efter SL § 206, stk. 2, fravælges som finansieringsmulighed. Antages det, at kravet om markedsvilkår tilsiger, at samme vilkår skal kunne opnås ved en uafhængig kreditor, vil lovlig selvfinansiering fuldstændig overflødiggøres.³³⁴ Yderligere begrænses den praktiske anvendelighed, idet den beskyttelse, betingelserne for lovlig selvfinansiering og tillige lighedsgrundsætningen og generalklausulen (hhv. SL §§ 45 og 108) yder til minoritetsejere og selskabskreditorer, er så stærk, at anvendelsen af reglerne i praksis synes særdeles vanskelig i selskaber, der har mere end én kapitalejer.³³⁵ Lempelsen giver dermed næppe selskaberne den tilsigtede fleksibilitet.

På den positive side bemærkes det, at de nye regler giver selskaber en finansieringsmulighed, som vil kunne gennemføres uden, at midlerne definitivt forlader selskabet. Ydes lovlig selvfinansiering ved sikkerhedsstillelse, medfører dispositionen ikke en umiddelbar kapitalafgang fra selskabet. Ved lån hører midlerne ligeledes fortsat til selskabet i form af en fordring mod modtageren af den økonomiske bistand. Selskabets egenkapital bevares således modsat alternativet i form af efterfinansiering gennem udbytte.

Der er delte meninger om betydningen af den nye mulighed for lovlig selvfinansiering. Werlauff betegner således betingelserne for lovlig selvfinansiering som ”*overkommelige*” og antager, at de næppe er vanskelige at opfylde i praksis, hvorfor det i mange tilfælde snarere bliver den praktiske hovedregel, at det er selskabet selv, der kommer til at finansiere sin overtagelse.³³⁶ I overensstemmelse hermed vurderer Svensson & Krarup, at betingelserne i SL §§ 206-209 bliver ”*lette at opfylde*”, og at selvfinansiering efter den nye lempelse må antages at blive den primære finansieringsform, når et selskab ønsker at finansiere en virksomhedsoverdragelse.³³⁷ Kure anfører i kontrast hertil, at omend reglerne for en

³³⁴ Tilsvarende Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69. s. 66.

³³⁵ Tilsvarende Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 301.

³³⁶ Neville, Mette & Sørensen, Karsten Engsig (Red.): Den nye selskabslov, 1. oplag, 1. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009, s. 295, jf. samme i Schaumburg-Müller, Peer & Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, til § 206, stk. 2, og i Werlauff, Erik: Selskabers kapital – konsekvenser af selskabsreformen 2009/10, U2009B.143, s. 146.

³³⁷ Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107, s. 97 og 107. Se også Tidemand & Jensen: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til

umiddelbar betragtning tilbyder en vis fleksibilitet i forhold til, hvor i koncernen akkvisitionsgæld skal placeres, vil omkostningerne og usikkerheden forbundet med processen medføre, at reglerne kun vil få ganske begrænset, om overhovedet nogen, betydning i praksis. Han pointerer endvidere, at betingelserne i praksis bliver vanskelige at opfylde, og at f.eks. kravet om kreditvurdering af modtagerkredsen, sammenholdt med, at selvfinansieringen skal være i selskabets interesse og finde sted på sædvanlige markedsvilkår, nærmest synes at forudsætte en forretningsmæssig begrundelse for selvfinansieringen.³³⁸ Ferran går videre og beskriver lempelsen af forbuddet som ”pointless” og anfører, at medmindre der er tale om helt usædvanlige omstændigheder, vil selskaberne på grund af de tids-, omkostnings- og ansvarsmæssige byrder, som proceduren repræsenterer, aldrig ønske at anvende de nye regler.³³⁹

Der er redegjort for, hvordan selskaber kan gennemføre en selvfinansierings-transaktion. Sammenholdes selvfinansiering med muligheden for efterfinansiering ved efterfølgende udbytte, må lovlig selvfinansiering anses for underlagt en væsentlig mere besværlig proces.³⁴⁰ Den etablerede efterfinansieringspraksis, der eksisterede før selvfinansieringsforbuddets lempelse, vil således næppe blive erstattet af den nye mulighed for lovlig selvfinansiering, og efterfinansiering vil formentlig være at foretrække for mange selskaber. Ulempen ved denne finansieringsform er imidlertid, at midlerne endeligt forlader selskabet.³⁴¹

Mulighederne i undtagelsen kan imidlertid vise sig interessante ved generationskifte. I det omfang det overhovedet er muligt at opnå et lån til et generationskifte, vil den nye generation ofte være tynget af gældssætning i en lang årrække efter overtagelsen af selskabet. Med de nye regler kan målselskabet bistå ved overtagelsen af selskabet med f.eks. lån eller sikkerhedsstillelse for et lån til fordel for den kommende generation, hvilket kan medvirke til at muliggøre generationsskiftet.³⁴²

På denne baggrund må det antages, at betingelserne for lovlig selvfinansiering vil opstille så store barrierer for selskaberne, så denne mulighed for finansiering undtagen i særtilfælde fravælges. Det samme har man vurderet i Storbritannien, hvor initiativerne om lovlig selvfinansiering ikke er indført, idet man fandt whitewash-proceduren kompleks og besværlig, hvorfor det fandtes usandsynligt, at selskaberne ville gøre brug af reglerne.³⁴³ Anvendeligheden af reglerne om lovlig selvfinansiering afhænger i øvrigt af domstolenes og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens fortolkning heraf, hvilken tiden må vise. En lempeligere fortolkning og administrering af reglerne vil naturligvis gøre undtagelsen mere anvende-

selskabslovens regler om selvfinansiering og egne aktier. Justitia 2011, nr. 32, s. 3–47, s. 43, som vurderer, at betingelserne vil kunne opfyldes, og at selskaber må antages at ville benytte muligheden for selvfinansiering.

³³⁸ Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 301.

³³⁹ Ferran, Eilis: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. European Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 93-99, s. 99. Se også Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009, s. 193, hvor det på linje hermed anføres, at det er tvivlsomt, om reglerne vil få den store praktiske betydning, og at efterfinansiering vil være nemmere at anvende i praksis.

³⁴⁰ Se herom Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184, s. 182 f.

³⁴¹ På linje hermed Werlauff, Erik: Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2010, s. 275.

³⁴² Lerche-Gredal, Nicholas & Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmuligheder for virksomheds-overdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27, s. 27.

³⁴³ Department of Trade and Industry (DTI): Directive Proposals on Company Reporting, Capital Maintenance and Transfer of the Registered Office of a Company, Marts 2005, s. 36.

lig.³⁴⁴ Da de danske regler om selvfinansiering i forhold til anpartsselskaber er udtryk for gold-plating af den underliggende EU-regulering, kunne man fra de danske lovgiveres side med fordel have valgt helt at ophæve selvfinansieringsforbuddet for denne selskabsform med henblik på at øge smidigheden for erhvervslivet, og ikke mindst stille danske selskaber lige med øvrige medlemsstaters selskaber.³⁴⁵

På trods af den begrænsede praktiske værdi kan man se lempelsen af selvfinansieringsforbuddet som et udtryk for, at EU er på vej til en mere liberaliseret regulering af selskabernes kapital.³⁴⁶ Lempelsen af selvfinansieringsforbuddet synes imidlertid - på grund af de rigide betingelser, der kræves iagttaget - så begrænset, at det næppe udtrykker et væsentligt holdningsskift.³⁴⁷

Litteraturliste

Andersen, Paul Krüger & Sørensen, Karsten Engsig: Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? NTS 2005:3 side 61-74.

Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010.

Armour, John: Legal Capital: An Outdated Concept? European Business Organization Law Review 7, 2006 s. 5-27.

Barnekow, Frederik von: Lovlig selvfinansiering. R&R nr. 7 2009, s. 62-69.

Braad, Anders og Nielsen, Claus: Selvfinansieringsforbudet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, NTS 2001.4.455.

Bunch, Lars og Christensen, Jan Schans: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, U.2011B.1.

Bunch, Lars og Rosenberg, Ida: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave. Thomson Reuters 2010.

Christensen, Jan Schans: Contested Takeovers, 2. oplag. GEC Gads Forlag, 1991.

Christensen, Jan Schans: Forslag til ny lov om aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber) – et overblik over Betænkning 1498/2008 om Modernisering af Selskabsretten. R&R nr. 1 2009, s. 22-38.

³⁴⁴ I samme retning Andersen, Paul Krüger: Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber, 11. reviderede udgave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2010, s. 280.

³⁴⁵ I samme retning Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 302, Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107, s. 107.

³⁴⁶ Se f.eks. Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293. s. 302, Svensson, John & Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97-107, s. 106 f, og Skjerve, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009, s. 191.

³⁴⁷ På linje hermed Ferran, Eilis: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. European Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 93-99, s.99.

Christensen, Jan Schans: Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udgave. Thomson Reuters 2009.

Davies, Paul L.: Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, 7. udgave. Sweet & Maxwell, 2003.

Ferran, Eilis: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. European Business Organization Law Review, Vol. 6, No. 1, 2005, s. 93-99.

Frydenberg, Thomas: Selskabsreformen. Juristen, nr. 9 2009, s. 259–262.

Giertsen, Johan: Selskapsfinansierede aksjeerhverv. Universitetsforlaget, 1996

Gomard, Bernhard: Aktieselskaber & Anpartsselskaber, 5. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2006.

Hansen, Johannus Egholm og Lundgren, Christian under medvirken af Nørre- mark, Michael: Køb og salg af virksomheder, 4. udgave, 1. oplag. Nyt Juridisk Forlag 2009.

Hansen, Søren Friis og Krenchel, Jens Valdemar: Dansk selskabsret 2, Kapital- selskaber, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011.

Hansen, Søren Friis og Krenchel, Jens Valdemar: Introduktion til dansk selskabs- ret I, 3. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2010.

Hansen, Søren Friis og Sørensen, Karsten Engsig: Reform af selvfinansierings- forbuddet – i lyset af de danske erfaringer med selskabstømning, NTS2002.2.352

Jensen, Kjellegaard Nils: Selskabsretlig håndbog – u-/lovlige kapitaludtræk i A/S og ApS, 2. udgave, 1. oplag. Nyt Juridisk Forlag 2010.

Kure, Henrik: Lovlig selvfinansiering, U.2011B.293.

Lerche-Gredal, Nicholas og Bang, Niels: Selvfinansiering – nye finansieringsmu- ligheder for virksomhedsoverdragelser. Inspi nr. 4, 2011, s. 24-27.

Lowry, John: The Prohibition against Financial Assistance: Constructing a Ra- tional Response, i Prentice, Dan & Reisberg, Arad (red.): Corporate Finance Law in the UK and EU, 1, udgave. Oxford University Press, 2011, s. 3-25.

Madsen, Jacob Høeg: Selvfinansieringsforbuddets territoriale udstrækning, NTS2006.3.78

Melander, Morten: Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2? Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 3 2007, s. 175-184.

Neergaard, Ulla og Nielsen, Ruth: EU Ret, 6. udgave. Thomson Reuters Profes- sional 2010.

Neville, Mette og Sørensen, Karsten Engsig (Red.): Den nye selskabslov, 1. ud- gave, 1. oplag. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2009.

Pettet, Ben: Company Law, second edition. Pearson Education Limited, 2005.

Pettet, Ben: Developments in the Law of Financial Assistance for the Purchase of Shares, 1988 3 JBIL, s. 101.

Schaumburg-Müller, Peer og Werlauff, Erik: Selskabsloven med kommentarer, 1. udgave, 1. oplag. Jurist-og Økonomforbundets Forlag 2010.

Serup, Michael: Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet. U1996B.72.

Skjerbek, Søren: Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2009.

Sofsrud, Thorbjørn: Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1. udg. 1. oplag. Greens Jura 1999.

Svensson, John og Krarup, Mathias: Nye regler om selvfinansiering. Nordisk tidsskrift for selskabsret, 2010, nr. 2, s. 97–107.

Tidemand, Kristine Madsbøll & Jensen, Louise Dyrup: Minoritetsaktionærers retsstilling i henhold til selskabslovens regler om selvfinansiering og egne aktier. Justitia 2011, nr. 32, s. 3–47.

Toftemark, Kasper og Lindhold, Pernille: Skattemæssig behandling af finansielle transaktioner. Første del – nyt udgangspunkt for rentefiksering. Tfs 2009, 277.

Ussing, Henry: Bidrag til moral- og retsfilosofi, U 1934B.289.

Ussing, Henry: Obligationsretten – Almindelig del, 4. udgave (revideret optryk) ved A. Vinding Kruse. Juristforbundets Forlag 1967.

Werlauff, Erik: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., U.2001B.381.

Werlauff, Erik, Larsen, Luise Guldbæk & Dorte Riskjær Larsen: Aktietilbagekøb og selvfinansierede aktiekøb-muligheder og faldgruber, 1. udgave, 1. oplag. Gjellerup 2010.

Werlauff, Erik: Selskabers kapital – konsekvenser af selskabsreformen 2009/10, U.2009B.143.

Werlauff, Erik: Selskabsmasken. GEC Gads Forlag, 1991.

Werlauff, Erik: Selskabsret, 8. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters 2010.

Werlauff, Erik: Selskabsskatteret 2011/12, 13. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2011.

Werlauff, Erik: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, U.2006B.365.

Wittendorff, Jens: Armslængdeprincippet i dansk og international skatteret. 1. udgave, 1. oplag. Thomson Reuters Professional 2009.

Wymeersch, Eddy: Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company, i Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt & Hein Kötz (red.): Festschrift für Ulrich Drobniç, 1998, Tübingen, Mohr Siebeck, s. 725-747.